

**Федеральное государственное
бюджетное учреждение науки**

**Институт Европы
Российской академии наук**

**РОЛЬ МИРОВЫХ ДЕНЕГ
В ГЛОБАЛЬНОМ УПРАВЛЕНИИ**

**ИЕ РАН
Москва 2017**

УДК 336.744:339.9-044.44

ББК 65.268+65.5

Р68

Ответственный редактор д.э.н. А.И. Бажан,
редактор Е.В. Дрожжина

Рецензенты:

Пищик Виктор Яковлевич, доктор экономических наук
Циренщиков Вадим Сергеевич, доктор экономических наук

Тема государственной регистрации:
«Перспективы европейской валютно-финансовой интеграции»

Издание выполнено на средства Российского фонда
фундаментальных исследований, проект № 15-07-00063
«Роль мировых денег в глобальном управлении»

Роль мировых денег в глобальном управлении = The role of world currencies in global governance / [Бажан А.И., Фёдоров В.П., Навой А.В. и др.; отв. ред. А.И. Бажан] ; Федеральное гос. бюджетное учреждение науки Ин-т Европы Российской акад. наук. – М. : ИЕ РАН, 2017. – 130 с. – Авт. указаны на об. тит. л. – Парал. тит. л. англ. – ISBN 978-5-98163-104-7.

В книге проанализирована природа современных мировых денег и особенности их использования экономически развитыми странами в качестве средства обеспечения глобального доминирования. Большое внимание уделено исследованию последствий эмиссии наиболее используемых в мировой экономике валют для формирующихся рынков. Рассмотрены особенности монетарной политики ЕС в современных условиях, а также влияние трансграничной миграции капиталов на валютный курс рубля. Обоснованы рекомендации по совершенствованию экономической политики России в целях укрепления международного статуса российской валюты.

ISBN 978-5-98163-104-7

Авторский коллектив: д.э.н. Бажан А.И. (введение, гл. 1 в соавт. с Фёдоровым В.П., заключение), чл.-корр. РАН Фёдоров В.П. и д.э.н. Бажан А.И. (гл. 1), д.э.н. Навой А.В. (гл. 2), д.э.н. Буторина О.В. и Тяжелова В.В. (гл. 3), к.э.н. Гусев К.Н. (гл. 4), к.э.н. Плисецкий Д.Е. (гл. 5), Антюшина В.В. (гл. 6).

© ИЕ РАН, подготовка текста, 2017

© Издательство, оформление, 2017

Russian Academy of Sciences

Institute of Europe RAS

**THE ROLE OF WORLD CURRENCIES
IN GLOBAL GOVERNANCE**

**IE RAS
Moscow 2017**

UDK 336.744:339.9-044.44
BBK 65.268+65.5
R68

Chief editor Dr. A.I. Bazhan,
editor E.V. Drozhina

Reviewers:
Dr. V.Y. Pischik
Dr. V.S. Tzyrenschikov

State registration subject:
«Prospects of European monetary integration»

The publication is funded by the Russian foundation
of fundamental studies, project № 15-07-00063
«The role of world currencies in global governance»

Роль мировых денег в глобальном управлении = The role of world currencies in global governance / [Бажан А.И., Фёдоров В.П., Навой А.В. и др.; отв. ред. А.И. Бажан] ; Федеральное гос. бюджетное учреждение науки Ин-т Европы Российской акад. наук. – М. : ИЕ РАН, 2017. – 130 с. – Авт. указаны на об. тит. л. – Парал. тит. л. англ. – ISBN 978-5-98163-104-7.

This book analyses the nature of modern world currencies and peculiarities of their use by developed countries as means of securing their global domination. Great attention is paid to the impact of emission of the most popular currencies on the emerging markets. Peculiarities of the modern EU monetary policy, and trans-border capital migration impact on the ruble exchange rate are studied. Russian economic policy improvement recommendations to secure the international status of the ruble are formulated.

Authors: Dr. A.I. Bazhan (introduction, Ch. 1 co-author with V.P. Fedorov, conclusion), RAS corr. member V.P. Fedorov and Dr. A.I. Bazhan (Ch. 1), Dr. A.V. Navoy (Ch. 2), Dr. O.V. Butorina and V.V. Tyazhelova (Ch. 3), Cand. K.N. Gusev (Ch. 4), Cand. D.E. Plisetskiy (Ch. 5), V.V. Antyushina (Ch. 6).

ISBN 978-5-98163-104-7

© IE RAS, text preparation, 2017
© Publishing, formatting, 2017

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	7
Глава 1. Природа мировых денег и их использование в глобальном управлении.....	8
Глава 2. Эмиссионная политика развитых стран и её влияние на формирующиеся рынки.....	34
Глава 3. Роль фондового рынка в интернационализации рубля.....	67
Глава 4. Курс рубля и структурная перестройка российской экономики.....	80
Глава 5. Пути повышения международного статуса рубля.....	101
Глава 6. Китайский юань и мировые деньги.....	114
Заключение.....	125

CONTENTS

Introduction.....	7
Chapter 1. The nature of world currencies and their use in global governance.....	8
Chapter 2. Emission policy of the developed countries and its impact of the emerging markets.....	34
Chapter 3. The role of stock market in the internationalization of ruble.....	67
Chapter 4. Ruble exchange rate and restructuring of the Russian economy.....	80
Chapter 5. Ways of improving the international status of the ruble.....	101
Chapter 6. The Chinese yuan and world currencies.....	114
Conclusion.....	125

ВВЕДЕНИЕ

Когда говорят о глобальном управлении, обычно, имеют в виду регулирование общественно-политической и экономической жизни общества в общепланетарном масштабе, на транснациональном уровне на основе взаимодействия государств и негосударственных объединений, которые создают соответствующие международные организации, механизмы и принципы деятельности, призванные влиять на социально-экономический ландшафт мирового пространства.

В число объектов глобального управления включают мировую экономику (международную торговлю, валютно-финансовые отношения, транспорт и связь) международную безопасность, охрану окружающей среды, борьбу с терроризмом, интернет, сырьевые и энергоресурсы планеты, проблемы бедности и миграции населения, освоение Арктики и Антарктики и др. Субъектами чаще всего называют международные институты регулирования: ООН, Организацию экономического сотрудничества и развития, МВФ, Всемирный банк, Группу G7 и G20, БРИКС и т.д.

Такое понимание глобального управления, однако, нуждается в уточнении: отдельные страны, особенно обладающие достаточной политической и экономической мощью и соответствующими возможностями, также способны воздействовать – без всякого участия международных организаций – на ход глобальных процессов. Примеры этого даёт мировая экономика, а именно её «кровеносная система» – каналы глобального денежно-кредитного обращения с циркулирующими в них потоками мировых денег, которые выпускают в оборот ограниченное число государств (в преобладающей части Соединённые Штаты Америки). Занимая положение эмитентов мировых валют, они используют мировые деньги в качестве орудия доминирования: перераспределяют в свою пользу с их помощью часть мирового дохода, созданного экономикой других государств; обеспечивают преимущества в конкуренции на мировых рынках определённым международным корпорациям и финансовым группам; ведут борьбу за захват сырьевых и энергетических источ-

ников; и даже финансируют войны с целью дестабилизации не-
угодных политических режимов.

Конечно, сами мировые деньги в их современном обликии в какой-то мере – продукт своего рода глобального управления со стороны большой группы стран, представители которых собрались на Ямайке в январе 1976 г. на международной конференции МВФ и утвердили действующие до сих пор правила функционирования мировой валютной системы, получившей название Ямайской. Решения Ямайской конференции легализовало завершившийся, по существу, к этому времени процесс демонетизации золота, которое перестали использовать в качестве денег не только во внутреннем обороте, но и в международных платежах и расчётах. Функции денег начали выполнять исключительно национальные денежные знаки, лишённые золотых паритетов, а некоторая ограниченная их часть во главе с американским долларом стала функционировать в качестве мировых валют.

Но если современная мировая валютная система и была создана в 70-х гг. прошлого столетия при участии определённых элементов глобального управления, то её последующее функционирование позволило странам – эмитентам мировых денег, использовать своё положение для глобального воздействия на мировую экономику. Цель настоящей книги – показать содержание этого воздействия и его последствия, определить возможности ограничения его отрицательного влияния на мировое экономическое пространство и национальное хозяйство России, а также обосновать соответствующие рекомендации по совершенствованию национальной финансовой и денежно-кредитной политики, которые бы представляли интерес для российской государственной власти.

ГЛАВА 1. ПРИРОДА МИРОВЫХ ДЕНЕГ И ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ В ГЛОБАЛЬНОМ УПРАВЛЕНИИ

Роль мировых денег в современном мире многообразна. Наиболее важное их назначение – обеспечивать функционирование мировой экономики, развитие мировой торговли и миро-

вого оборот капиталов. Однако центры эмиссии мировых денег принадлежат небольшому ряду высокоразвитых стран, банки которых контролируют их потоки по всему миру. Это позволяет странам золотого миллиарда, находящимся под влиянием наиболее мощных финансово-промышленных групп мира, использовать мировые деньги в качестве одного из инструментов влияния на мировые хозяйственные процессы, для решения в свою пользу не только экономических, но и мировых политических проблем. Такая роль мировых денег обусловлена их природой.

Определение мировых денег

В нашей экономической литературе существуют разные определения мировых денег. Один из ведущих российских учёных в области денежных отношений Д.В. Смыслов пишет: «Под мировыми деньгами следует понимать деньги, циркулирующие в международном обороте и погашающие взаимные платёжные обязательства»¹. В том же ключе характеризует мировые деньги другой признанный в научных кругах специалист по финансово-кредитным проблемам – А.В. Навой. «Мировые деньги, – считает он, – это международно-признанные платёжные средства, обращающиеся на мировом рынке и используемые для окончательного погашения взаимных платёжных обязательств стран, а также для обслуживания трансграничного движения капитала на международном рынке»². Эта формулировка отличается от первой, поскольку сюда добавлена фраза об обслуживании мировыми деньгами трансграничного движения капитала. В то же время, очевидно, добавление – во многом формальное, ибо международный оборот, о котором пишет Д.В. Смыслов, включает в себя и движение капиталов.

В приведённых выше, да и в большинстве других опубликованных в нашей экономической литературе, определениях, как правило, почему-то упускается из виду ещё одно весьма важное назначение мировых денег: они – не только покупательное и платёжное средство, но и инструмент выражения стоимости

¹ Смыслов Д. Куда идёт мировая валютная система? Мировая экономика и международные отношения, 1999, № 8. С. 65-66.

² Навой А.В. Центральный банк в глобальном хозяйстве. М.: ГОУ ВПО «РЭУ им Г.В. Плеханова», 2010. С. 73.

в форме цен мирового рынка товаров и услуг. Именно поэтому можно говорить о мировых ценах на нефть, зерно, автомобили, другие виды товаров и услуг. Иными словами, для мировых денег характерно то, что они выполняют, по существу, такой же набор функций, что и деньги, эмитированные и функционирующие в рамках отдельных стран. В то же время они имеют важное отличие, поскольку циркулируют в сфере международной торговли, международных платежей, используются в качестве инструментов создания денежных запасов, необходимых для обеспечения бесперебойного функционирования мировой экономики.

Выше были приведены трактовки, которые акцентируют внимание на денежных функциях, выполняемых в хозяйственном обороте как на национальном, так и международном уровнях. Такой подход лежит в русле традиции западных исследователей денежного феномена, которые в большей своей части сводят деньги к вещам, выполняющим совокупность определённых конкретных функций.

Например, в фундаментальной работе Л. Харриса, выпущенной в начале 1980-х гг. под названием «Денежная теория», отмечается: «Деньги определяются как любой товар, который функционирует в качестве средства обращения, счётной единицы и средства сохранения стоимости»³. Такое же, в сущности, определение даётся и в другом известном учебнике «Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика», написанном тремя американскими авторами (Э. Дж. Долан, К. Д. Кэмпбелл и Р. Дж. Кэмпбелл). «Все эти функции денег, – пишут они на первых страницах своей работы, – отражены в их стандартном определении: деньги – это средство оплаты товаров и услуг, средство измерения стоимости, а также средство сохранения стоимости»⁴. Таким же образом определяет деньги Р. Коглан⁵. Иными словами, деньги – это то, что позволяет приобретать товары, выражать (считать) их стоимость и сохранять её в виде фондов и накоплений в течение времени, когда они не используются в

³ Харрис Л. Денежная теория. М., Прогресс, 1990. С. 75.

⁴ Долан Э. Дж., Кэмпбелл К. Д. и Кэмпбелл Р. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Л., 1991. С. 12.

⁵ Coghlan R. The Theory of Money and Finance. 1980. P. 9.

экономическом обороте. Эти формулировки перекликаются с положениями, выдвинутыми известными американскими экономистами И. Джонсоном и У. Робертсом. «Деньги, – пишут они, – могут иметь только функциональное определение, иначе говоря, их можно определить только с помощью способов их использования. Трудно ответить на вопрос «что такое деньги?», но и более лёгкий вопрос «как используются деньги?» не имеет однозначного ответа»⁶.

Но известно и более короткое, лаконичное определение денег: «особый товар, служащий всеобщим эквивалентом», которое было сформулировано К. Марксом ещё в позапрошлом веке. Чем оно отличается от современных взглядов? Как мне представляется, лишь выделением наиболее существенного содержания в деньгах. Назначение быть всеобщим эквивалентом – это своего рода суперфункция, которая включает в себя все характерные направления использования денег. Действительно, термин «всеобщий эквивалент» не может подразумевать ничего другого, кроме двух особенностей: с одной стороны, все поступающие на рынок товары приравниваются к определённому количеству денег, а с другой, за любой товар, который нашёл своего покупателя, последний даёт деньги в соответствии с количественными параметрами данного равенства. Всеобщий эквивалент, таким образом, – это вещь, используемая, во-первых, для выражения стоимости в виде цен и, во-вторых, для обеспечения перехода товара от продавца к покупателю.

Отличие марксистского определения, на мой взгляд, заключено не в содержании, а в форме, деталях и нюансах. У К. Маркса базовое определение денег абстрактно. Оно выделяет главную работу, которую выполняют деньги в рыночной экономике – служить всеобщим эквивалентом, приводить в движение товары, обеспечивать их обмен в определённых пропорциях. Оно не акцентирует внимание на конкретных формах, способах осуществления данной работы. Указанные формы – это уже другой уровень абстракции, это детализованные функции, которые, как известно, также анализируются К. Марксом (в «Крити-

⁶ Jonson I.C. and Roberts W.W. Money and Banking. A Marketoriented Approach. New York, 1982. P. 96.

ке политической экономии» и «Капитале»), но уже в порядке конкретизации общего, более абстрактного определения денег. К таким функциям, как известно, отнесены К. Марксом следующие: мера стоимости, средство обращения, средство платежа, средство образования сокровища, мировые деньги.

По К. Марксу деньги, как мера стоимости означают, что агенты экономического механизма используют их для определения цен, которые являются конкретным выражением пропорций товарного обмена. Функции средства обращения, платежа и образования сокровищ обеспечивают циркуляцию товаров между субъектами экономики в рамках национальных границ либо путём их непосредственной покупки (когда всеобщий эквивалент одновременно с передачей товара покупателю переходит в руки продавца), либо с отсрочкой платежа, либо путём предварительного накопления денежных средств. Мировые деньги включают в себя перечисленные выше функции, выполняемые международными платёжными средствами на мировых рынках товаров и капиталов.

В сущности, данные функции нашли отражение и в определении денег у современных западных экономистов, занимающихся теорией вопроса. Правда, в их трактовке имеются, некоторые особенности, которые, прежде всего внешне, отличают данную концепцию от марксистской позиции. Как уже было сказано, наиболее часто употребляемое определение денег (это средство оплаты товаров и услуг, измерения и сохранения стоимости) предполагает три, а не пять функций. Здесь, как это видно, отсутствуют функции мировых денег, поскольку это – совокупность денежных функций, перечисленных выше.

Что касается средства платежа, то его отсутствие в перечне функций не означает игнорирование западными авторами того содержания, которое присуще данной функции. Просто использование денег для проведения долговых операций здесь традиционно относят к функции средства обращения, имея в виду, что они так же, как и платежи за товары наличными деньгами, приводят в движение товарный оборот. «Средства обращения – деньги, используемые для покупки товаров и услуг, а также для уплаты долгов», – пишут авторы цитированной выше кни-

ги «Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика»⁷.

Со времён К. Маркса и издания его основного труда («Капитал») прошло более 150 лет. С тех пор характер денег существенно изменился. Их роль перестали играть особые товары, драгоценные металлы (золото и серебро), которые циркулировали не только на национальном уровне, но и в международном денежном обороте. Сейчас никакой отдельный товар не выполняет денежные функции, не служит всеобщим эквивалентом на национальных и международных рынках. Вместо этого в денежном обороте фигурируют чисто условные национальные денежные единицы (доллар, евро, динар, рубль и т.д.), эмитируемые центральными банками под кредитные и валютно-обменные операции. Но, тем не менее, несмотря на всю свою условность, они выступают денежными эквивалентами товарной массы, выполняют основные денежные функции, а некоторые из них (доллар, евро и другие свободно конвертируемые валюты) служат не только для обеспечения оборота товаров и капиталов в странах своего происхождения, но и в качестве мировых денег, т.е. обслуживают оборот на интернациональном уровне.

Поэтому для современных условий справедливым будет следующее определение денег: это всеобщий эквивалент, специально созданный в определяемой и регулируемой государством национальной условной форме. Соответственно этому мировые деньги – всеобщий эквивалент, эмитируемый некоторыми государствами в национальной условной форме, наиболее используемый на мировых рынках товаров, услуг и капиталов.

Наиболее сложный вопрос в анализе природы денег – каким образом, в соответствии с какими принципами с помощью денег, лишённых собственной стоимости, выражается стоимость товаров, определяются цены и их соотношение? Автор настоящей главы монографии – сторонник трудовой теории стоимости, основоположниками которой выступают А. Смит, Д. Рикардо и К. Маркс. Он убеждён, что и в современных условиях действует принцип, описанный этими великими учёными, согласно которому цена любого товара тяготеет к общественно-

⁷ Долан Э. Дж., Кэмпбелл К. Д. и Кэмпбелл Р. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Л., 1991. С. 26.

необходимым затратам труда на его производство. Соответственно, соотношения цен товаров выражают соотношения воплощённого в них труда, что означает: обмен товаров происходит на основе трудовой стоимости. И это несмотря на то, что сам измеритель стоимости – всего лишь узаконенный и наделённый силой государства условный знак. Обоснование этой позиции представлено в книге А.И. Бажана, опубликованной ещё в 2005 г.⁸

Здесь лишь отметим, что на практике товарные цены, выражающие общественно-необходимые затраты, складываются на основе средних издержек производства и обращения товаров и необходимости получения этими сферами экономики определённого дохода, без чего производство и торговая сфера не могли бы долгое время существовать. Меняющийся спрос и предложение товаров постоянно отклоняют цены от средних затрат, способствуя сокращению производства, если цена падает ниже издержек, либо стимулируя расширение его, когда цена существенно их превосходит. Этот механизм, естественно, действует и по отношению к товарам, выходящим на уровень международной торговли, с той особенностью, что их стоимость становится интернациональной, а цена, выраженная в мировых деньгах, тяготеет к неким средним затратам производств, находящихся в разных странах.

В государствах, где производство экспортной продукции характеризуется относительно низкими издержками, повышенная доходность позволяет наращивать объёмы вывоза товаров за рубеж, в результате возрастает их доля на мировом рынке, снижаются среднемировые затраты и интернациональная стоимость, сокращается цена, рынок покидают производители, не выдерживающие конкуренции. Поскольку в большинстве стран во внутреннем обороте используют национальные денежные единицы, а реализация товаров на мировых рынках происходит при посредстве мировых денег, то фактором, усиливающим или тормозящим эти процессы, служат валютные курсы. Снижение курса позволяет увеличить доходы экспортёров в национальной валюте, а, следовательно, усиливает их стремление расширить

⁸ Бажан А.И. Деньги и денежно-кредитная политика в Западной Европе. Доклады Института Европы РАН, № 155. М., 2005. 173 с.

экспорт, увеличивает их вклад в формирование средних издержек и мировых цен, ослабляет позиции конкурентов на внутреннем рынке. Противоположный результат наблюдается в случае повышения курса.

Такое свойство валютного курса обуславливает стремление многих государств его использовать для расширения экспорта, замещения импорта и ускорения экономического роста. Однако не во всех случаях этот курс может давать желаемый эффект. Во-первых, потому что для поддержки низкого курса необходимо проводить регулярные валютные интервенции и накапливать резервы в мировых валютах, а это может провоцировать инфляцию, рост реального курса национальных денег, снижение уровня жизни населения, последующее сокращение реальных доходов экспортёров. Во-вторых, понижение курса приводит к удорожанию импортных средств производства (оборудования и материалов), а, следовательно, и к уменьшению рентабельности экспорта из-за повышения издержек производства. В-третьих, проводить политику низкого курса сложно в условиях тотальной либерализации экономики и устранения границ для движения иностранных капиталов, ибо их спекулятивные оттоки и притоки в страны делают поведение курса (особенно в странах со слабой экономикой и недостаточными валютными резервами) непредсказуемым, чрезвычайно нестабильным, чреватым резкими подъёмами и обрушениями.

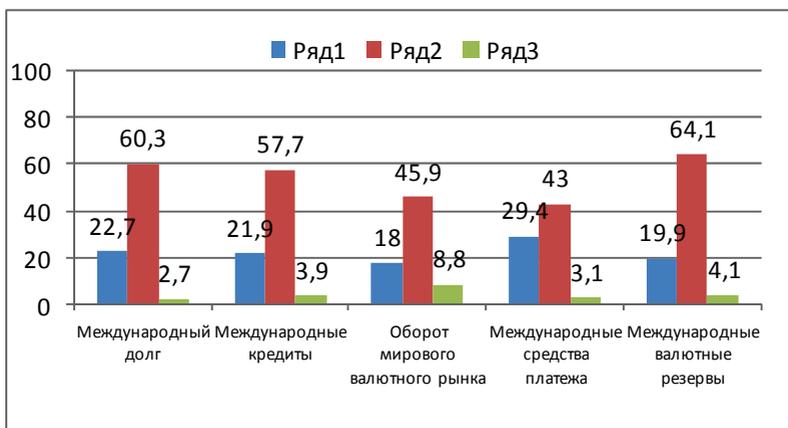
Тем не менее, некоторым государствам удаётся управлять курсом в целях обеспечения торговой экспансии на мировом рынке и стимулировать на этой основе экспорт и экономический рост. К таким странам можно отнести, в частности, Китай, практикующий вплоть до настоящего времени валютные ограничения и политику регулируемого курса юаня, стоимость которого, по общему признанию, является до сих пор существенно недооцененной. В сочетании с относительно низким уровнем жизни населения «Поднебесной», умелым использованием иностранных инвестиций и современных технологий это позволило стране добиться фантастических успехов, стать за короткий исторический срок главным мировым производителем и экспортёром товаров.

Доллар – главная мировая валюта

Доллары США, как известно, наиболее используемые в международном обороте мировые деньги, с помощью которых производят расчёты, выражают цены на мировых товарных рынках и осуществляют инвестиции. Об этом свидетельствуют статистические данные: в долларах на конец 2015 – начало 2016 гг. накоплено более 60% международных долгов, выдано около 60% международных кредитов. Его доля в международных валютных резервах составляет около 64%, в операциях на валютных рынках – 46%, в расчётах и платежах 43% (см. рис. 1).

Рисунок 1

Доля евро, доллара США и японской йены в основных сферах оборота мировых денег



Источник: European Central Bank. The international role of the euro – Interim report, June 2016. P.4.

Доминирование доллара берёт своё начало со времён Бреттон-Вудской валютной системы, которая была создана в конце Второй мировой войны. Её распад произошёл в начале 1970-х гг., когда был отменён свободный обмен доллара на золото по установленному национальными законодательствами курсу, узаконены свободный выбор каждой страной порядка обмена валют и формирования их курсов, упразднён порядок их обязательной фиксации к доллару. Однако главенство американской валюты сохранилось и после ликвидации Бреттон-Вудской си-

стемы вплоть до настоящего времени, в связи с действием, по крайней мере, двух причин. Главная причина – США остались лидером мирового производства и крупнейшим экспортёром товаров, что само по себе служит фактором высокого спроса на эту валюту и её использование как международного покупательного и платежного средства.

Другая существенная причина заключается в том, что с занятой долларом позиции, как главной мировой валюты, его трудно вытеснить какой-либо другой валютой, поскольку уже в Бреттон-Вудской системе сложилась ситуация, когда мировая торговля и её институты, мировая банковская система оказались привязана к доллару, резервы центральных банков стали накапливаться преимущественно в долларах и был сформирован финансовый рынок и его инструменты, которые позволяют эффективно размещать эти резервы именно в долларовой форме. Уйти от этого, перестроить систему мировых расчётов было бы шоком для мировой экономики, чреватым большими затратами финансовых ресурсов. Другими словами, господство доллара представляет собой самоподдерживающуюся систему доминирования, разрушение которой представляется довольно сложным делом.

Важно подчеркнуть, что лидирующее положение доллара даёт возможность США воздействовать в своих интересах на мировые хозяйственные процессы, что обеспечивает стране явные преимущества. Каким образом?

В принципе таким же, каким влияет в рамках национальных границ любое государство, выпускающее свою национальную валюту. То есть путём регулирования притока и оттока денег в обращении. Отличие состоит лишь в том, что США воздействуют при этом на мировую экономику в целом, тогда как остальные страны, международная роль валют которых не значительна, влияют в основном на свои национальные хозяйства. Это небольшое различие оборачивается для Штатов колоссальными выгодами, но имеет определённые негативные последствия для остального мира.

Во-первых, оно позволяет поддерживать в Америке высокий уровень потребления, превосходящий масштабы производства внутри страны. И это в результате неэквивалентного обме-

на с другими частями земного шара, в том числе и преимущественно со странами третьего мира. Об этом свидетельствуют данные внешнеторгового баланса США. На протяжении последних 35 лет, начиная с 1980 г., он сводился перманентным дефицитом, который колебался от нескольких десятков миллиардов долларов в начале 1980-х гг. и в первой половине 1990-х гг. до более 700 млрд долл. в 2005–2006 гг. с последующим снижением к настоящему времени⁹.

США импортируют больше товаров и услуг, чем экспортируют, а потому и потребляют больше, чем производят. Механизм этого сверхпотребления связан с постоянным ростом бюджетного дефицита и, как результат, быстрым увеличением государственного долга, который составляет в настоящее время более 18 трлн долл., что существенно превосходит американский ВВП. И всё это делается с помощью мировой валюты, которую эмитирует во внутренний и мировой оборот ФРС.

Это связано с тем, что собственная мировая валюта без труда позволяет покрывать стране дефициты, не допуская в то же время инфляционного наращивания долларовой наличности. Иными словами доллар не обеспечивается только объёмами товаров и услуг, производимых в Штатах. Когда Федеральная резервная система, покупает американские государственные облигации с целью покрытия государственного долга, то возрастающие по этой причине расходы государственного бюджета в значительной своей части пополняют мировой денежный оборот, стимулируя, в том числе, экспорт развивающихся экономик в США. Таким образом внутренний бюджетный дефицит, приводящий к росту денежной массы, не ведёт к инфляции, поскольку покрывается и товарами, произведенными в других странах.

В силу того, что доллар – мировая валюта, значительная часть эмиссии не возвращается (в той же мере, в какой она используется для импорта) на американский товарный рынок, что могло бы расширить американский экспорт и уравновесить дефицит торгового баланса, элиминировав паразитическое потребление. Страны мира оборачивают её в больших масштабах для

⁹ Data Source: US Census Bureau Foreign Trade Division. URL: <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/>.

торговли между собой. А рост этой торговли требует всё новых долларовых вливаний. Кроме того, значительная часть эмиссии оседает в валютных резервах, которые необходимы для поддержания валютного курса национальных валют и для сохранения устойчивости в целом национальных финансовых систем, особенно в целях защиты от ударов финансовых кризисов. Большая часть эмиссии также оседает на мировых (преимущественно американских финансовых рынках), опосредует куплю продажу акций и облигаций, производных финансовых инструментов, участвует в надувании финансовых пузырей.

Во-вторых, использование доллара в качестве мировой валюты способствует расширению мирового поля деятельности американских банков их быстрому росту, концентрации банковского капитала и высокой конкурентоспособности на мировом рынке банковских услуг. Ибо в основе современной системы банковских операций лежит принцип, согласно которому безналичные сделки с национальной валютой проводятся в банках-резидентах и проходят исключительно по их счетам. Конечно, любой клиент и неамериканского банка может проводить операции в долларах, но все операции в долларах проходят, тем не менее, через, так называемые, корреспондентские счета, которые открываются такими банками в американских финансовых институтах. Другим словами, выпущенные в оборот доллары, за исключением небольшой доли наличных, остаются и функционируют в пределах американской банковской системы. А это, в силу доминирования доллара в мировой валютной системе, а также с учётом всё ещё значительного потенциала американской экономики, внутри которой также используют колоссальный объём денежных долларовых ресурсов, представляет в сумме подавляющую часть мировой банковской ликвидности. Обладание этими средствами позволяет американским финансовым институтам наращивать и концентрировать быстрыми темпами банковский капитал, добиваться победы в конкурентной борьбе, утверждать своё господство на мировых рынка капиталов. Не удивительно, что наиболее крупные банки в мире – американские. По величине капитала и активов им нет равных в мире. За ними следуют японские, британские, немецкие и т.д.

В-третьих, засилье доллара на мировых финансовых рынках позволяет обеспечивать интересы США также путём регулирования процентной ставки, осуществляемого Федеральной резервной системы. Это регулирование, как правило, не учитывает интересы других государств, что, впрочем, не служит существенным ограничителем для США. Шумиха в СМИ, которая периодически возникает по поводу изменений ставки ФРС, обусловлена весьма сильным её влиянием в мировой экономике. 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 (т.е. всего того, что может не соответствовать проводимой на местах валютной и денежно-кредитной политике) и создавать здесь предпосылки для кризисных ситуаций.

За счёт чрезмерной экспансии доллара осуществляют скупку финансовых организаций и предприятий других стран, формируют структуры, способные влиять на государственную политику и политический климат. И наоборот, повышение процентной ставки вызывает отток капиталов и падение курсов национальных валют, стимулирует инфляцию, приводит к обрушению финансовых рынков. В целом манипуляции процентной ставкой, регулируя потоки долларовой ликвидности, выражают глобальное противоречие, существующее между США и остальной частью мира.

Доминирование доллара в результате стало своеобразной данью, которую страны мира вынуждены платить США за его использование в международных экономических отношениях. Можно ли это доминирование элиминировать? Ряд экономистов положительно отвечают на этот вопрос, считая, что проблеме можно решить, введя в мировой оборот единую наднациональную валюту, которая выполняла бы функцию главного средства мировых расчётов и платежей. Такая валюта, полагают они, выпускалась бы специализированным международным эмиссионным центром (своего рода мировым центральным банком), исходя из общих потребностей развития мировой эконо-

мики, а не в соответствии с эгоистическими интересами отдельных стран. Тогда и дань американской экономике была бы упразднена, поскольку бюджетные дефициты и государственный долг этой страны не погашали за счёт эмиссии доллара без ущерба для американского хозяйства. Однако, несмотря на свою привлекательность и положительное к нему отношение со стороны многих стран (в особенности развивающихся государств) и организаций ООН, проект единой наднациональной мировой валюты в настоящее время не осуществим. Трудно вообразить, чтобы его одобрили сами США, извлекающие выгоды планетарного масштаба из доминирующего положения доллара. Его не одобрит и Евросоюз. Последний в этом вопросе прогнозируемо находится на стороне США, и не только потому, что следует, как правило, в фарватере внешней американской политики. Его собственный интерес состоит в развитии и распространении в мире собственной валюты и получении преимуществ, которые с этим связаны. А без согласия двух мировых центров экономической и политической силы создать единую валюту вряд ли удастся.

Сужение пространства использования доллара

И всё же покончить с властью доллара возможно, но только в результате постепенного расширения применения в обороте национальных денежных единиц и региональных валют. Оптимизм внушает то, что начало уже положено. Примеров множество и в Европе, и в Азии, и на Американском континенте. Стремление перейти на расчёты в собственных валютах проявляют в особенности наша страна и Китай. Уже функционирует российско-китайская система расчётов. Среди наиболее крупных проектов, реализация которых будет осуществляться при посредстве валюты двух стран, фигурируют, например, закупки газа в России в течение 30 лет на сумму приблизительно 400 млрд долл. Другой гигантский проект – поставка нефти в Китай по трубопроводу из Восточной Сибири, предполагает оплату в юанях. Для осуществления внешнеторговых операций Китай заключил со многими странами соглашения о валютных свопах на сумму около 500 млрд долл., что позволяет и с ними наладить механизмы расчётов в национальных валютах.

Но в наибольшей степени Китай, конечно, мог бы повлиять на сокращение влияния американского доллара, если бы уже свершившуюся акцию по превращению юаня в резервную валюту дополнил введением свободной обратимости китайской валюты и в законодательном порядке установил порядок, в соответствии которым китайские экспортёры могли требовать от покупателей оплаты товаров в юанях. Поскольку республика уже сейчас – мировой лидер по экспорту товаров (а по некоторым данным не только сравнялась, но уже и превосходит США по объёму производства реального ВВП), то это повысило бы спрос на китайскую валюту в громадных масштабах, сопоставимых с китайским экспортом, и стимулировало её накопление в авуарах центральных и коммерческих банков, занимающихся финансированием внешней торговли.

Но пока китайская политика, направленная на стимулирование экономического роста за счёт расширения экспорта и вытеснения с мировых рынков конкурентов в Европе, Америке и других частях света, судя по всему, не ставит на первый план задачу сделать юань мировым соперником доллару. Власти Китая всё ещё применяют для реализации стратегии роста валютные ограничения и низкий курс собственной валюты. В то же время это не значит, что Китай будет вечно придерживаться сложившегося механизма экономического развития. По мере роста производительности труда в стране и повышения качества выпускаемой продукции значение низкого курса уменьшится, поскольку национальное хозяйство будет способным эффективно функционировать и в условиях открытой конкуренции на мировых рынках. Тогда возможным станет и реализация условий для перехода юаня в статус наиболее используемой, ведущей валюты мира.

Евро и его роль в глобальном управлении

Роль евро как мировых денег и орудие глобального управления – более скромная, нежели доллара (см. рис. 1). Тем не менее, она уверенно занимает вторую позицию в мире. Эмиссия евро и проведение Европейским центральным банком соответствующей денежно-кредитной политики оказывает влияние на стоимость международного кредита, процентные ставки миро-

вых финансовых рынков, процентную политику отдельных стран (в том числе и не входящих в зону евро) и мировую хозяйственную конъюнктуру в целом.

В то же время следует отметить, что влияние ЕЦБ в мире неравномерно распределяется между финансовыми рынками: в большей степени оно распространяется на страны Евросоюза, где евро используется в качестве средства кредитования и расчётов. К таким странам относятся, прежде всего, государства европейского континента, входящие в Евросоюз или готовые стать его членами. Поэтому с определённой долей условности можно считать, что глобальное управление с помощью евро имеет в значительной степени региональную окраску.

Механизм этого управления связан с тем, что выпуск европейских денежных знаков в форме рефинансирования банков и проведения операций на открытом рынке для осуществления контроля за процентными ставками порождает расширение либо сжатие кредитования хозяйства. Данный механизм действует преимущественно в рамках самой еврозоны, где евро является законным платёжным средством, но он в то же время в значительной мере определяет и параметры кредитования в странах с собственными национальными валютами, в которых европейские банки, финансируемые ЕЦБ, ведут активную деятельность в качестве поставщиков заёмных ресурсов. Особенно заметно влияние этого механизма в настоящее время на относительно слабых в экономическом отношении территориях, на формирующихся рынках Центральной и Восточной Европы.

Здесь стоимость заёмных средств в форме процентов по кредитам – более высокая, чем в еврозоне, что делает периферию весьма интересным для банков объектом кредитования. Причём высокая цена денежного капитала связана не только с тем, что в большинстве стран периферии относительно высокий уровень инфляции. Действуют и другие причины, в частности, наличие высокого спроса на заёмный капитал, и его недостаток в связи с относительно высокими темпами экономического роста (например, в странах Вишеградской группы).

В то же время в развитых европейских государствах имеет место избыток дешёвого капитала, который находится в посто-

янном поиске эффективных способов применения, в том числе и путём проникновения за границы еврозоны и Евросоюза, особенно в те страны, где для такого проникновения созданы необходимые административно-правовые условия в виде проведённой либерализации валютных режимов и соответствующего законодательства. В результате крупнейшие банки Западной Европы развязали беспрецедентную кредитную экспансию, с помощью которой произошло в значительной степени вытеснение национальных банковских структур с финансового поля развивающихся экономик Европы путём их поглощения, а в некоторых случаях и прекращения банковской деятельности. В результате транснациональные банки заняли господствующие позиции.

Ускорение этому процессу придал мировой финансово-экономический кризис: вместе с началом кризиса ЕЦБ расширил денежную эмиссию с целью поддержать европейскую экономику в 2007 г. с помощью традиционных инструментов денежно-кредитной политики. С ноября 2008 г. по настоящее время кардинально снизил официальную процентную ставку с 4 до 0%. Одновременно были предприняты и весьма нетрадиционные для ЕС меры по наполнению ликвидностью банковской системы через рефинансирование коммерческих банков, приобретение обеспеченных облигаций, выкуп государственных ценных бумаг¹⁰.

Оборот евро стал интенсивно расширяться, а эмитированные денежные средства в значительной своей части стали концентрироваться на счетах крупнейших европейских транснациональных банков, что в значительной степени обеспечило им финансовую поддержку для проведения экспансии в ЦВЕ, на Украине и даже в России. Локализация здесь дочерних структур позволяет ТНБ наращивать доходы от проводимых операций, которые они в существенной части переводят в материнские компании. Тем самым страны – объекты экспансии, соответственно, теряют часть произведённого национального дохода. Эмиссия евро таким образом способствует перераспределению мирового дохода в пользу развитых европейских стран¹¹. Поте-

¹⁰ Подробно об этом см. главу 2 настоящей работы.

¹¹ Подробно особенности мировых процессов перераспределения стоимости посредством использования эмиссионного механизма показаны в главе 3.

ри периферии не ограничиваются только этим. К издержкам для стран, подвергшихся вторжению ТНБ, относятся также затруднения в проведении собственной денежно-кредитной политики на основе использования национальных денег.

Дело в том, что в этих условиях регулирование денежной массы и масштабов инфляции с помощью традиционных инструментов становится весьма затруднительным делом. В частности, невозможным становится эффективное таргетирование инфляции национальными центральными банками, путём воздействия на процентную ставку, если значительная часть кредитов, поставляемых иностранными банками национальному хозяйству, предоставляются по ставкам, сформированным на основе политики ЕЦБ. Иными словами, глобально-региональное управление подрывает устои управления национальным и делается это вполне легальным образом и исключительно на основе снятия ограничений на трансграничное перемещение денежных капиталов.

Еврозона: кризис государственного долга

Необходимо подчеркнуть, что евро, по сравнению с долларом, более слабая валюта. Это связано с тем, что доллар эмитируется сильнейшей мировой державой, в то время как за евро стоит сообщество государств с разными экономическими потенциалами, конкурирующих между собой на общем европейском рынке, имеющих обособленные экономические интересы, хотя и придерживающихся неких «общих европейских ценностей» и традиций. Конкуренция неизбежно делит национальные хозяйства на победителей и проигравших, для которых участие в ЕС и, в особенности, в зоне евро оборачивается потерями национального богатства, ростом безработицы, увеличением дефицита государственного бюджета и государственного долга. В результате формируется питательная среда для дезинтеграционных тенденций, что подрывает веру в европейскую валюту и является сдерживающим фактором для расширения её оборота в мировом экономическом пространстве.

Один из наиболее значимых негативных факторов устойчивости евро – нарастание государственного долга ряда стран валютного объединения. О положении в этой экономической сфере свидетельствуют данные табл. 1.

Таблица 1

Государственный долг ряда стран зоны евро (в % к ВВП)

Страны	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Еврозона в целом	64,9	68,5	78,3	83,8	86,0	89,3	91,1	92,1	89,9	88,9
Австрия	64,8	68,5	79,7	82,4	82,2	81,6	80,8	84,2	84,3	83,6
Бельгия	86,9	92,4	99,5	99,6	102,2	104,1	105,1	106,7	106,0	105,7
Финляндия	34,0	32,7	41,7	47,1	48,5	52,9	55,6	59,3	63,6	63,1
Франция	64,4	68,1	79,0	81,7	85,2	89,6	92,3	95,6	95,8	96,5
Германия	63,6	65,0	72,5	81,0	78,4	79,7	77,4	74,9	70,9	68,1
Греция	103,1	109,4	126,7	146,2	172,0	159,4	177,0	178,6	176,8	180,8
Ирландия	23,9	42,4	61,8	86,8	109,3	120,2	120,0	107,5	76,9	72,8
Италия	99,6	102,3	112,5	115,3	116,4	123,2	128,8	132,3	131,5	132,0
Люксембург	7,2	14,4	15,5	19,6	19,2	22,1	23,4	23,0	22,0	20,8
Нидерланды	42,4	54,5	56,5	59,0	61,7	66,4	67,9	68,2	64,6	61,8
Португалия	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	128,8	130,1
Словакия	29,9	28,2	36,0	40,80	43,3	51,9	54,6	53,5	52,3	51,8
Словения	22,7	21,6	34,5	38,2	46,4	53,7	70,8	80,8	82,6	78,5
Испания	35,5	39,4	52,7	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3	99,4	99,0

Источник: Евростат. Дата обращения: 23.10.2017.

Европейская статистика показывает значительный рост уровня госдолга по отношению к ВВП в целом по еврозоне. С 2007 по 2014 гг. он вырос с 64,9 до 92,1%. В 2015–2016 гг. наметилось его небольшое снижение до 88,9%. Особенно высокого уровня он достиг в южных странах региона: Португалии – 130,1%, в Италии – 132,0 %, Греции – 180,8%. В ЕС приемлемым считается уровень до 60%. Его превышение чревато разрушительными последствиями для валютного объединения. Дело в том, что запредельный рост долгов – прямая дорога к дефолту, то есть к состоянию, когда невозможно обслуживать долг: расплачиваться по облигациям и платить проценты.

Даже если дефолт угрожает отдельной стране, это сказывается на финансовой безопасности объединения в целом, ибо подрывает доверие к евро, европейским банкам и корпорациям, другим организациям и финансовым институтам ЕС, вызывает ажиотаж, создаёт спекулятивную обстановку на финансовых и валютных рынках. Именно поэтому Евросоюз совместно с МВФ и Мировым банком постоянно, на протяжении уже многих лет предоставляют финансовую помощь Греции, дабы не допустить отказа этой страны от выполнения финансовых обязательств.

Однако это не ведёт к сокращению государственного долга

этой страны. Напротив, как показывают данные таблицы, долг Греции только возрастает. Объяснение состоит в том, что средства финансовой помощи предоставляются в виде займов. В итоге имеет место, с одной стороны, постепенная замена долга перед частными инвесторами на задолженность перед межгосударственными финансовыми организациями. С другой стороны, происходит мультипликация самого долга, который растёт, невзирая на всякого рода меры воздействия на греческое правительство с целью заставить его уменьшить бюджетный дефицит за счёт усиления налогового бремени на население и предпринимателей, сокращения пенсий и увеличения пенсионного возраста, а также введения режима экономии расходов на содержание государственного аппарата.

В Западной Европе в качестве причины греческого долгового кризиса обычно называют расточительность государственных властей Греции, их неспособность обеспечить собираемость налогов и даже «традиционную» лень граждан, нежелание интенсивно работать. Гораздо реже отмечается более важное обстоятельство: само вступление Греции в Евросоюз и в еврозону привело к деградации промышленности и сокращению сельского хозяйства в силу неконкурентоспособности ряда отраслей этих сфер производства в рамках беспрошленной торговли и использования единой европейской валюты. В том же плане воздействовала на греческую экономику политика Брюсселя, решившего, что традиционные области производства, в которых некогда была сильная Греция (сельское хозяйство и судостроение) должны быть сокращены в пользу производителей Германии, Франции, Италии и Испании.

Вышесказанное отражает, в определённой степени, общие причины внутрирегионального характера кризиса долгов, свойственные и ряду других стран Еврозоны. Но кроме внутренних причин, существуют внешние. К главным внешним причинам относится, во-первых, мировой финансовый кризис, который внёс свою лепту в рост суверенных долгов, поскольку вынудил европейские правительства и Грецию, в частности, прибегать к займам для того, чтобы поддерживать ликвидность банковской системы и крупнейших корпораций. Во-вторых, вытеснение с

мировых рынков европейских производителей компаниями, локализованными в Юго-Восточной Азии, прежде всего в Китае. Это обуславливает появление дефицитов торговых балансов и счетов текущих операций у большинства европейских стран в торговле с этим регионом, покрытие которых происходит за счёт увеличения корпоративных и государственных заимствований.

Угроза существованию еврозоны и Евросоюзу в целом исходит не только из того, что кризис суверенных долгов подрывает доверие субъектов мировой экономики к евро и финансовым институтам Еврозоны. Нарастивание долгов перед финансовыми организациями самого объединения, и во многом бесперспективность их возврата (в случае Греции), означает, что Евросоюз постепенно и против своей воли втягивается в такую систему финансовой поддержки аутсайдеров еврозоны, которая может быть охарактеризована как безвозмездное финансирование. Это порождает, в свою очередь, недовольство населения стран, которые являются донорами, осуществляют взносы в Европейский стабилизационный механизм, но не пользуются его займами в связи с отсутствием чрезмерных финансовых дисбалансов. К таким странам относятся и Германия, и Финляндия, и Нидерланды, и некоторые другие высокоразвитые государства Европы. На этой основе появляются уже и на уровне официальных лиц заявления о возможном исключении Греции из еврозоны. Альтернатива исключения – продолжение политики финансовой подпитки Греции, провоцирует возникновение опасности того, что в перспективе уже некоторые страны-доноры возможно будут вынуждены прийти к заключению о необходимости выхода из организации.

Евросоюз пытается смягчить долговой кризис, применяя комплекс мер. Среди этих мер используются, в частности, и возможности ЕЦБ. Банк в результате превращается в своеобразный институт поддержки стран с высокой долговой нагрузкой. Эта поддержка осуществляется одновременно с проведением в еврозоне политики количественных смягчений. Дело в том, что низкие процентные ставки идут на пользу в первую очередь странам с большим уровнем государственного долга, так как позволяет им

обслуживать долг с меньшими издержками, что для них имеет немаловажное значение.

Но ЕЦБ облегчает положение стран-должников не только таким способом. Одним из инструментов количественных смягчений служит покупка ЕЦБ государственных облигаций стран валютного объединения на вторичном рынке. Эта мера имеет двойное назначение. Она не только позволяет вливать в обращение дополнительную ликвидность, что обеспечивает низкие процентные ставки по кредитам и займам, но и уменьшает риски дефолта тех государств, чьи облигации приобретает центральный банк, ибо последний, действующий в интересах всего объединения, заинтересован в недопущении дефолта. В этом втором случае ЕЦБ предстает в определённой мере как организация, подобная Европейскому стабилизационному механизму, замедляя наступление состояния неплатёжеспособности и беря на себя риски невозврата займов.

Не все члены руководства Европейского центрального банка поддержали Программу покупки государственных облигаций. В частности, резкой критике программу подверг член Управляющего совета ЕЦБ, президент Бундесбанка Йенс Вайдман¹². Дело в том, что так же, как и использование Европейского стабилизационного механизма, деятельность ЕЦБ по скупке государственных ценных бумаг несёт отпечаток противоречий между сильными странами зоны (Севера Европы), способными без труда расплачиваться по своим долгам, не допускать ситуаций, в которых доверие инвесторов к их обязательствам падает, и южными странами региона, уровень долгов которых приблизился к критической отметке. Для первых скупка обязательств представляется ненужной (в силу отсутствия острых долговых проблем) и даже нежелательной, поскольку они по существу принимают на себя часть рисков невозврата долга, ведь задолженность возрастает перед общим институтом ЕС.

Массовая покупка облигаций и низкие процентные ставки имеют и другой недостаток. Такие операции и ставки чреваты формированием мыльных пузырей на биржах и рынках недви-

¹² Вайдман Й. ЕЦБ не должен копировать действия ФРС США. Вести (Экономика), 5 декабря 2014 г. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/50383/>.

жимости. Они также не стимулируют периферийные страны к соблюдению финансовой дисциплины, оперативному и рациональному принятию решений по сокращению долга, который, по существу, при поддержке ЕЦБ, а также за счёт дешёвых кредитов банковской системы, может долгое время нарастать, неся всё возрастающие угрозы и риски для финансовых институтов валютного объединения.

Монетарная политика России

Как было сказано выше, Россия придерживается политики ограничения власти доллара как главной мировой валюты, обеспечивающей США односторонние преимущества. Результаты этой политики заметны на евразийском пространстве. В частности, доля российского рубля в поступлениях в Россию за экспорт товаров и услуг в страны ЕАЭС возросла с 2013 по 2016 гг. с 53,4 до 68,1%, а доля доллара соответственно снизилась с 36,4 до 24,1%. Та же тенденция прослеживается в расчётах по импорту, поскольку доля рубля увеличилась с 60,7 до 77,4%, в то время как значение доллара сократилось с 33,4 до 16,7%¹³. И всё же приходится констатировать, что в евразийском регионе не созданы достаточно благоприятные условия для дальнейшего наступления на доллар.

Речь идёт о недостатках российской монетарной политики. Она не способна обеспечить достаточную стабильность валютного курса рубля и побороть инфляцию. Высокая инфляция и нестабильность курса рубля ослабляет интерес у участников расчётов в рамках Евразийского союза к его использованию. Экспортёры товаров, получая за свой товар российскую валюту, во многих случаях стремятся переводить рубли в доллары для того, чтобы сохранить реальную стоимость выручки. Но если имеет место накопление долларов, то и покупки в значительной степени происходят в долларах. Таким образом, неустойчивость рубля служит важнейшей причиной того, почему доллар всё ещё занимает важное место в обороте товаров и капиталов в Евразийском союзе и в СНГ в целом.

Волатильность курса рубля не только снижает его способ-

¹³ Банк России. Статистика внешнего сектора. Валютная структура расчётов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым договорам.

ность конкурировать с долларом. Она также негативно сказывается на развитии торговых отношений с партнёрами по евразийской интеграции, тормозит развитие межреспубликанского разделения труда на постсоветском пространстве. В частности, скачкообразное падение рубля в конце 2014 г. (почти в 2 раза) привело к тому, что белорусское население и бизнес начали скупать в России не только промышленные товары, но даже сельхозпродукцию, на производстве которой Белоруссия, как известно, специализируется, и в нормальных условиях её экспортирует в больших масштабах в Россию и другие страны СНГ. То же самое имело место и в торговых отношениях с Казахстаном. В результате оба партнёра России, понеся большие потери от сокращения экспорта и внезапно усилившейся конкуренции российских производителей в традиционных для себя областях специализации, вынуждены были пойти на соответствующее снижение (такое же скачкообразное) курса своих валют.

Всё это говорит об одном: эффективная интеграция на постсоветском пространстве требует не только снижения инфляции, стабильности курса рубля, но и координации курсов валют, в которых осуществляются расчёты. Это значит, что страны-участницы в лице их центральных банков и правительств должны управлять валютными курсами, что, в свою очередь, предполагает проведение соответствующей денежно-кредитной и валютной политики. Создают ли это участники Евразийского союза? Вроде бы создают, поскольку о координации в этой области речь идёт и в Договоре о Евразийском экономическом союзе (раздел XIV) и в специальном соглашении центральных банков Белоруссии, Казахстана и России от 9 декабря 2010 г., посвящённом вопросам согласования валютной политики.

Однако во всех этих документах отсутствует главное, что могло бы направить усилия на решение данной проблемы: указание на то, что все страны объединения должны обладать одинаковыми механизмами управления курсами своих валют, с помощью которых можно было бы эффективно добиваться согласования. До 2014 г. Россия обладала таким механизмом, и он был, в сущности, идентичным тому, что до сих пор используют партнёры по Евразийскому союзу – регулирование курса с по-

мощью проведения валютных интервенций. Но с этого года наше правительство и ЦБ отказались от регулируемого курса, отпустив его в свободное плавание. В этих условиях поддерживать курсовую стабильность в рамках Евразийского союза стало практически невозможно.

Ответ на вопрос: почему российские власти отпустили в свободное плавание рубль? – состоит, видимо, в том, что у нас до сих пор живо стремление применять те методы денежного регулирования, которые широко используются высокоразвитыми странами Запада, хотя условия функционирования экономики России существенно иные. Объяснение Банка России, что это необходимо для того, чтобы эффективно регулировать денежное предложение путём воздействия на процентную ставку, то есть заниматься антиинфляционным таргетированием (которое даёт результаты только в условиях плавающего курса), всё-таки оставляет сомнения. Ведь инфляция у нас носит преимущественно немонетарный характер и обусловлена в значительной степени давлением естественных монополий, а также монополизированных торговых структур на цены в сторону их повышения. Никакое сокращение денежного предложения, в том числе и путём таргетирования инфляции, умерить силу этого давления не могут. Нужна просто эффективная работа правительства по антимонопольному регулированию. И это, кстати, подтверждает более чем 20-летний опыт Банка России, постоянно сжимавшего денежную массу путём сокращения кредитования экономики, но так и не добившегося вплоть до 2016 г. ощутимого результата.

Таргетирование в России бесполезно, как орудие снижения инфляции; в то же время свободное плавание рубля в российских условиях приводит к нестабильности его курса, который становится подверженным резким колебаниям, что существенно обогащает спекулянтов, но негативно влияет на хозяйственные процессы. Это объясняется природой современной российской экономики, ориентированной в международном разделении труда на производство и экспорт углеводородов и других видов сырья. Поскольку цены на энергоносители на мировых рынках значительно колеблются, то и приток инвалюты в стра-

ну, а потому и курс нашей валюты характеризуется соответствующими амплитудами взлётов и падений (при наблюдении в долговременной перспективе общей тенденции к снижению из-за неспособности государственных органов регулирования победить инфляцию).

Последнее обвальное падение цены на нефть произошло, как известно, недавно. Она обрушилась с высоты 105 долл. за баррель (в начале 2014 г.) до 30 долл. (в январе 2016 г.), что привело, в сочетании с введением санкций, к катастрофическому (более чем в 2 раза) снижению курса национальной валюты. Примеры скачкообразного изменения нефтяных цен были и раньше. В частности, в период с 2007 по 2009 гг. они сначала взлетели с 50 до 140 долл. за бочку, затем резко сократились до 40 долл., а потом вновь немного поднялись. В то время, однако, это не привело к пропорциональному и резкому изменению курса. Его колебания сглаживались, поскольку активно проводилась политика валютных интервенций.

Высокая нестабильность курса рубля вредит экономике во многих отношениях. Её отрицательный эффект становится особенно очевидным в связи с интеграцией на постсоветском пространстве и необходимостью расширения расчётов с использованием национальных валют. Выбор, который сделало руководство России, отказавшись от политики регулирования курса рубля в пользу таргетирования инфляции, по нашему мнению, противоречит объявленной нашим же правительством стратегии ограничения всевластия доллара в мировой экономике и развития в рамках Евразийского союза валютной интеграции со странами-партнёрами. В связи с этим было бы целесообразно возвратиться к системе регулирования валютного курса и произвести соответствующие изменения в государственной денежно-кредитной политике.

Может показаться, что новейшие данные Росстата опровергают наши выводы о незначительном влиянии российской монетарной политики на сдерживание инфляции. Действительно, статистика говорит, что в последние 2 года наблюдалось обвальное падение прироста потребительских цен: с 12,9% в 2015 г. до 5,4% в 2016 г., а затем и до небывалого для постперфор-

менной России прогнозируемого на 2017 г. уровня в 2,1%¹⁴. Монархические власти в связи с этим сделали выводы о победе политики таргетирования инфляции. На наш же взгляд, таргетирование здесь ни при чём. Причинно-следственные связи совершенно другие. Наша версия состоит в том, что в 2014–2015 гг. скачкообразный рост внутрироссийских цен в результате быстрого падения курса рубля из-за снижения мировых цен на нефть и ввода санкций привёл к длительному, в течение трёх лет, снижению уровня реальных доходов населения, в том числе и доходов предпринимателей, поскольку правительство не компенсировало рост цен увеличением бюджетных расходов, а Центробанк достаточным расширением кредитования экономики под адекватные проценты. В 2014 г. реальные доходы сократились на 0,7%, в 2015 г. – на 3,2%, в 2016 г. – на 5,9%¹⁵. Это существенно уменьшило совокупный спрос на российском рынке, вергло производство в кризис и в то же время уредило параметры инфляции в 2016–2017 гг. до столь удивительно низких показателей. Поэтому такое сокращение следует рассматривать как некую реакцию, стихийную коррекцию ценового феномена после его скачкообразного роста, а не как результат политики Банка России.

ГЛАВА 2. ЭМИССИОННАЯ ПОЛИТИКА РАЗВИТЫХ СТРАН И ЕЁ ВЛИЯНИЕ НА ФОРМИРУЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Эмиссионная функция центральных банков исторически предшествовала другим их функциям. Несмотря на бурный рост частной банковской эмиссии, финансовые инновации (повсеместное введение пластиковых карточек, электронных форм расчётов и др.), субъекты современного рыночного хозяйства продолжают предъявлять высокий спрос на деньги центрального банка, как в наличной, так и в безналичной формах¹⁶.

Эмиссия и трансформация эмиссионной политики раз-

¹⁴ По данным Росстата. URL: <https://russian-inflation.ru/>.

¹⁵ Федеральная служба государственной статистики. Российский статистический ежегодник – 2016 г. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b16_13/Main.htm/.

¹⁶ Юров А.В. Наличные деньги и электронные средства платежа: оценка перспектив. Деньги и кредит, 2007, №7.

витых стран

Разнообразие форм современной эмиссии и сложность эмиссионного механизма порождает неточности трактовок этого явления. В западной литературе различают два основных термина – «эмиссию» (emission), которую связывают с выпуском в обращение центральными банками банкнот и монет, и «создание депозитов» (moneycreation) – чеково-депозитная эмиссия. И в том и в другом случае западные учёные не охватывают всех форм эмиссионной функции, рассматривая лишь отдельные её аспекты. Понятие «эмиссия» в политэкономическом смысле, как способ наполнения каналов денежного обращения платёжными средствами, практически вытеснено из современного научного оборота. Например, для обозначения интенсификации эмиссии странами-эмитентами резервных валют применяется термин «количественное смягчение» (quantityeasing – QE), подчёркивающий облегчение доступа к централизованному кредиту со стороны национальных кредитных организаций, но не увязывающий данных мер с резким увеличением размера денежной базы.

Обособление выпуска денег наличного и безналичного оборота, широко вошедшее в практику деятельности центральных банков развитых стран, и акцент на использование термина «эмиссия» лишь в отношении банкнот и монет, по нашему мнению, тесно сопряжено с дискуссией о размере эмиссионного дохода (сеньоража). Так как сам по себе объём наличного денежного обращения в развитых странах постепенно сокращается ввиду появления разнообразных форм денежных суррогатов (пластиковые карты, чеки, электронные деньги и т.д.), финансовых инноваций (платёжные и торговые терминалы, платежи через сеть интернет), то уменьшается и объём сеньоража, фиксируемого в результате выпуска банкнот и монет, что, соответственно, снижает и общественный интерес к проблеме перераспределения национального дохода в результате эмиссии. Одновременно, узкая трактовка эмиссии (связанная с выпуском исключительно наличных денег) оставляет без внимания истинные масштабы эмиссионного дохода, основная часть которого формируется в результате безналичной эмиссии.

По нашему мнению, деньги наличного и безналичного обо-

рота свободно перетекают из одной формы в другую, поэтому в термине «эмиссия» нет причин их разделения. Совокупный выпуск платёжных средств отражается как в депозитно-чековой (безналичной), так и в банкнотной (налично-денежной) эмиссии. Наиболее близким к количественной оценке эмиссии является показатель денежной базы. В состав денежной базы (или денег центрального банка) включаются наличная валюта в обращении и обязательства центрального банка перед кредитными организациями в национальной валюте. Наличная валюта в обращении включает выпущенные в обращение центральным банком наличные деньги, за исключением сумм наличности, находящейся в его кассах. Обязательства перед кредитными организациями представлены депозитами кредитных организаций, остатками на счетах обязательных резервов, корреспондентских счетах, а также облигациями центрального банка¹⁷.

Как отмечалось выше, наличная компонента денежной базы в большинстве развитых стран постепенно сокращается. По своим масштабам наличность составляет около 5-10% от совокупного денежного предложения. Вместе с тем, на некоторых формирующихся рынках доля наличных денег в обращении остаётся достаточно высокой, что отчасти обусловлено неразвитостью инфраструктуры безналичных платежей и высокой долей теневого сектора. Так, в России доля наличного компонента в структуре денежной базы составляет около 80%, в Индии – около 60%, в Бразилии – около 30%, в Китае – около 20%¹⁸.

Тем не менее, в основе денежной эмиссии большинства центральных банков лежит выпуск денег безналичного оборота, выражающийся в росте остатков средств на счетах кредитных организаций и органов государственного управления в центральном банке.

В отличие от эпохи обращения полноценных денег, когда эмиссия осуществлялась на основе депонирования золотых слитков в эмиссионном учреждении и была достаточно жёстко привязана к объёму золотого запаса, в современных условиях про-

¹⁷ Статистический бюллетень Банка России, №10 (233). М., Банк России, 2016. С. 235.

¹⁸ Расчёты автора на основе данных International Financial Statistics Yearbook, 2016.

ведение активных операций центрального банка не связано с какими-либо ограничениями или обязательствами. Эмиссионная деятельность центральных банков сводится уже не к определению оптимального объёма выпуска платёжных средств, а к выбору наиболее востребованных рынком форм эмиссии (ломбардные кредиты, РЕПО, СВОП и др.). Такой механизм, по нашему мнению, создаёт перманентную возможность для искажения эмиссионной функции, поскольку ориентирует центральные банки не на реальные потребности хозяйства в централизованных деньгах, а на достижение иных целей.

Расширение возможностей искажения эмиссионной функции центральных банков усиливается трансформацией правового режима функционирования денег. Деньги в безналичной форме, представляющие основу современной эмиссии, с правовой точки зрения представляют собой право требования. Не имея материальной формы и не являясь вещами, безналичные деньги не могут быть и объектом собственности со всеми вытекающими отсюда последствиями, в частности, отсутствием какого-либо вещного обязательства у эмиссионного института в связи с их выпуском: у обладателя платёжных средств возникает лишь номинальное право требовать у центрального банка их погашения, которое может быть исполнено либо выпуском нового обязательства (создания новых записей по счетам), либо выдачей наличной банкноты. И в том и в другом случае у эмиссионного института не возникает никаких обязательств по обмену собственных денег на какие-либо иные активы¹⁹.

Выпуск банкнот по законодательству большинства стран регулируется вещным правом. Формально он обеспечен безусловным обязательством эмиссионного банка, сходным с обязательством по простым векселям до востребования²⁰. Тем не менее, и наличные деньги в строгом смысле можно считать обязательством центрального банка лишь по причинам исторического характера (эмиссионные учреждения обязаны были поддерживать размен на золото своих банкнот). По формальным же признакам

¹⁹ См. подробнее: Ефимова Л.Г. Банковское право: Учебное и практическое пособие. М., Бек, 1994.

²⁰ См. подробнее: Правовое регулирование банковской деятельности. Под ред. Е.А. Суханова. М., ЮрИнфоР, 1997.

наличные деньги являются обязательством центрального банка лишь в учётном смысле: их единственным обеспечением выступает воля государства, наделяющая бумажные неразменные знаки стоимости покупательной силой и делающая их обязательными к приёму при осуществлении платежей. Собственно, по воле государства данные деньги могут и утратить свою покупательную силу, например, в случае замораживания счетов, эмбарго и т.д.

Формальным обеспечением денег центрального банка выступают скорее активы эмитента, представленные двумя важнейшими компонентами – чистым кредитом правительству и банкам, а также международными резервами. Связь обеспечения денег с чистым кредитом Правительств в балансах центральных банков даёт основание утверждать, что реальным обеспечением денег выступают как раз активы государства, что и подчёркнуто в законодательстве некоторых стран в виде формулировки «обеспечены всеми активами государства»²¹.

Отсутствие юридической обязанности центрального банка погашать денежные обязательства в натуре сочетается с незакреплённостью в законодательстве норм, ограничивающих размеры эмиссии, что, как нам представляется, служит вторым важнейшим искажением эмиссионной функции. Автору не известен ни один нормативный акт того или иного государства, устанавливающий лимиты на эмиссионную деятельность центральных банков, в то время как нормы, закрепляющие перечисление большей части прибыли эмитента (представленной преимущественно сеньоражем) в бюджет, встречаются в большинстве стран. Таким образом, сама правовая конструкция центрального банка предопределяет возможность использования эмиссионного рычага для извлечения дополнительного дохода государства, а искажение эмиссионной функции и отклонение выпуска денег от закона денежного обращения становится перманентно присущим деятельности центрального банка.

Ещё одной веской причиной превращения искажения эмиссионной функции центральными банками в системное явление выступает их вовлечение в оборот фиктивного капитала. Как

²¹ См.: Swiss National Bank Act (NBA).

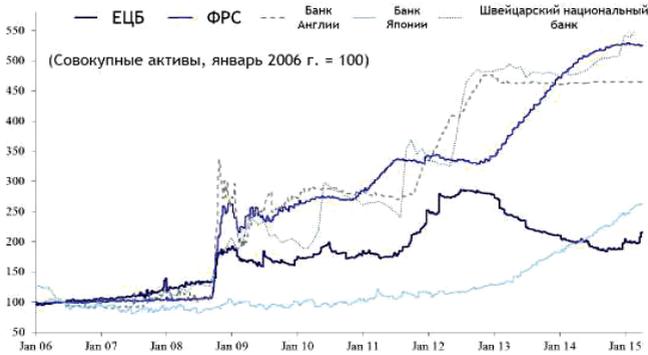
свидетельствует международная практика, основная часть активов, под которые осуществляется эмиссия денег в развитых странах, представлена различного рода финансовыми инструментами. Из общей массы залога, допущенного к участию в операциях рефинансирования ЕЦБ в 2016 г. (13,2 трлн евро), более $\frac{3}{4}$ представлено инструментами оборота фиктивного капитала: государственные ценные бумаги – 6 трлн евро (46%), обеспеченные облигации банков – 1,9 трлн евро (14%) и без обеспечения – 1,5 трлн евро (12%)²². Близкая картина состава залога, под которое проводятся операции рефинансирования, отмечается в Банке Англии и в ФРС США.

Состав приемлемого для центральных банков обеспечения наглядно показывает, что современная эмиссия всё в меньшей степени увязывается с оборотом стоимости и с воспроизводственными потребностями экономики, и всё в большей степени обусловлена фондированием операций банков на финансовых рынках. Иными словами, выпуск основной массы денег центрального банка носит не кредитный в политэкономическом смысле характер, а бумажный (в смысле обмена на инструменты оборота фиктивного капитала) характер. Причём расширение списка приемлемого обеспечения большинством центральных банков и смягчение требований к залого, в том числе, в рамках пакетов антикризисных мер, значительно повысили масштабы такой эмиссии, обусловив колоссальное «разбухание» балансов эмиссионных учреждений (см. рис. 2).

Значительно усиливает искажающий эффект эмиссионных операций растущее сращивание финансов центральных банков с операциями государственного сектора. Несмотря на то, что в большинстве не только развитых, но и развивающихся стран исключается возможность прямого финансирования дефицита государственного бюджета за счёт прямых кредитов центральных банков, последние продолжают завуалированно поддерживать государство, осуществляя, в том числе, скрытое эмиссионное финансирование бюджетных расходов. Так, доля государственных долговых обязательств в активах центральных банков развитых стран составляет в среднем около трети, варьируясь от 1%

²² ЕЦБ. Annual Report 2011. April 2012. P. 84.

Динамика активов центральных банков – эмитентов резервных валют, %, 2006=100



Источник: Данные центральных банков.

в Швейцарском национальном банке до 88% у ФРС США. Причём у крупнейших эмитентов резервных валют – Банка Японии и ФРС США, она достигает 60 и 88%, соответственно²³. Таким образом, кредит государству продолжает играть важнейшую роль в структуре источников формирования денежной базы (см. табл. 2). В целом, доля чистого кредита правительству в структуре денежной базы в течение последнего десятилетия выросла.

Предоставление завуалированных кредитов эмитентами резервных валют своим правительствам в форме прямой покупки государственных ценных бумаг в совокупности в течение 2008–2011 гг. составило около 2 трлн долларов США²⁴.

Новые системные черты в реализации эмиссионной функции центральными банками проявились в условиях глобализации мировой экономики. Неограниченность эмиссии резервных валют в каналы международного денежного обращения обуславливается несколькими факторами.

Во-первых, инфляционные последствия такой эмиссии «раз-

²³ Рассчитано по: Zelmer M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities. IMF Policy Discussion Paper, 2010. №7. P. 6.

²⁴ Unconventional monetary policies: an appraisal. By Claudio Borio and Piti Disyatat. BIS. November 2009, DataStream.

Таблица 2

Структура укрупнённых статей актива баланса центральных банков ведущих стран мира (в % к итогу)

	Иностранные активы	Вложения в государственные ценные бумаги
Австрия	65	9
Канада	4	85
Дания	52	7
ЕЦБ	39	10
Исландия	23	5
Япония	4	60
Новая Зеландия	3	50
Норвегия	94	2
Швеция	66	13
Швейцария	75	1
Великобритания	0	5
Соединённые Штаты	5	88
В среднем	36	28

Источник: Zelmer, M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities. IMF Policy Discussion Paper, 2010, №7. P. 6.

мываются» в масштабах мировой экономики, а присвоение посредством эмиссии части интернациональной стоимости не приводит к расстройству национального денежного хозяйства эмитента.

Во-вторых, утрата стоимостной основы для формирования современных валютных курсов обуславливает неоднозначность влияния эмиссии на динамику курсов валют стран эмитентов.

В-третьих, национальный статус резервных валют дезавуирует попытки наднациональных структур контролировать поступление валют развитых стран в каналы международного денежного обращения.

В-четвёртых, спонтанный спрос на резервные валюты и неподконтрольность процесса их перехода в собственность нерезидентов порождает деперсонификацию ответственности центральных банков за возможные инфляционные последствия избыточной эмиссии в глобальном масштабе.

Масштабное увеличение дохода, извлекаемого центральными банками от сеньоража, привела к изменению иерархии целей регулятора, кристаллизации эмиссионной функции в качестве системообразующей, определяющей характер других целей и

задач центрального банка. Нам представляется, что целый ряд других функций представляет своего рода механизм, посредством которого реализуется эмиссионная функция; в некоторых случаях они носят производный характер. К ним, в частности, относятся: регулирующая функция, направленная на управление стоимостью и доступности централизованного кредита, функция банка банков, функция кредитора последней инстанции, функция осуществления платежей и расчётов, функция управления международными резервами.

Так, регулирующая функция, имея целью воздействие на стоимость и доступность кредита, представляет механизм эмиссии, смягчающий или ужесточающий условия доступа к рефинансированию. Как свидетельствует мировая практика (в частности, опыт ФРС США и ЕЦБ), в случае повышения волатильности на финансовом рынке, регулирующая функция полностью нивелируется и замещается прямой эмиссией (например, в форме покупки финансовых инструментов на баланс центрального банка).

Функция «банка банков» непосредственно реализуется в рамках эмиссионной функции: предоставление централизованных кредитов и свободный размен частных банковских денег на деньги центрального банка – основные операции, в которых реализуется функция банка банков – есть не что иное, как способы чеково-депозитной и банкнотной эмиссии. Именно в ходе проведения операций рефинансирования банков происходит пополнение денежного предложения в развитых странах.

Наличие монополии на осуществление денежной эмиссии и обязательность приёма денег центрального банка в любые виды платежей обуславливает возникновение ещё одной производной функции – организации платежей и расчётов. Эмитент осуществляет по своим счетам окончательное урегулирование требований и обязательств, номинированных в выпускаемых им деньгах, поэтому именно он обеспечивает надёжность и бесперебойность расчётов.

Производный характер функции управления международными резервами обусловлен тем, что эмиссионные институты стараются поддерживать достаточный объём международных резервов, в том числе для возможного массового предъявления к обмену национальной валюты на иностранную. Исходя из это-

го, поддержание заданного объёма и качества резервных активов, косвенно отражающее качество выпускаемых денег, увязано с выполнением эмиссионной функции центрального банка.

Трансформация эмиссионной цели центральных банков тесно увязано с частной депозитной эмиссией, осуществляемой банками. Банки, в силу возможностей наращивания финансового рычага, становятся основными эмитентами частных денег²⁵. Выпуск частных банковских депозитов, который косвенно можно оценить по величине их пассивов в течение 1990–2010 гг. вырос в США в 7 раз, в Великобритании – в 11 раз, в Германии – в 4,5 раза²⁶.

В работах Ф. Хайека, приверженца основных постулатов частной эмиссии и свободного выпуска банками собственных денежных единиц, утверждается, что частная эмиссия должна носить исключительно обеспеченный характер. Он пишет: «...Валюта должна эмитироваться исключительно в обмен на фиксированную комбинацию складских расписок на определённый объём хранимых товаров и погашаться в этой товарной единице...»²⁷. В основе обращения частных банковских денег, по мнению Ф. Хайека, лежит идея о том, что эмитирующий деньги институт регулирует их ликвидность, закупаая в случае необходимости товары, обеспечивающие эти деньги. Предполагается, что только в этом случае держатели банкнот не будут стремиться избавляться от них, предпочитая использовать деньги банка для совершения обычных торговых сделок.

Учёный доказывает, что оптимальный объём эмиссии денег частного учреждения всегда ограничен предельными издержками организации наличного обращения вновь эмитируемых банкнот, то есть доход от эмиссии (объём привлечённых средств) должен быть больше издержек сохранения так называемого «репутационного» капитала – активов, не приносящих дохода, но поддерживающих доверие держателей к эмитенту. Иными сло-

²⁵ Это подтверждает, в частности, структура денежных агрегатов M2 и M3 развитых стран, в которой абсолютно доминируют банковские депозиты.

²⁶ Расчёты автора на основе данных Financial Contagion in the Era of Globalised Banking. OECD Economics Department Policy Notes, 2012, No. 14, June.

²⁷ Hayek F. A Commodity Reserve Currency. The Economic Journal. 1943, Vol. 53, No 210/211. P. 179.

вами, с определенного момента весь дополнительный доход от эмиссии должен направляться эмитентом исключительно на закупку обеспечения в форме тех или иных товарных ценностей.

Таким образом, величина допустимого финансового рычага банка (максимальная эмиссия частных денег) по Хайеку должна быть жёстко привязана к наличию должного объёма «репутационного капитала». По нашему мнению, в современных условиях превращённой формой «репутационного капитала» кредитных организаций стал выступать перманентный доступ к инструментам рефинансирования центрального банка. Наличие такого специфического «актива, обеспечивающего доверие держателей банковских денег» к частному эмитенту, даёт возможность неограниченного создания банковских депозитов. Именно на основе возможности обмена банковских денег на централизованные деньги, на наш взгляд, строится системная связь наращивания частной эмиссии с операциями центральных банков.

Например, при выдаче кредита банк, проводя операцию по активу, одновременно создаёт депозит на пассиве своего баланса. Это следует из простого правила двойной записи. То есть, не наличие соответствующего пассива, а проведение активной операции обуславливает создание частных банковских денег-депозитов. Мысль о том, что пассивы современного банка формируются вторично под проведение соответствующей активной операции, высказывалась ещё Л.Н. Красиной: «Банки, – пишет она, – кредитуют клиентуру не только за счёт аккумулярования временно-свободных капиталов и сбережений, но и путём чеково-депозитной эмиссии. Они сами создают вклады в процессе выдачи ссуды. Открывая кредит, банк зачисляет деньги на вклад с правом выписки чеков в пределах остатка на счёте...»²⁸, а также некоторыми западными учёными, доказывавшими возможность создания кредита без соответствующего наращивания сбережений²⁹.

Например, крупный американский банк часто выдаёт ссуду

²⁸ Денежное обращение и кредит при капитализме. Под ред. Л.Н. Красиной. М., Финансы и статистика, 1989. С. 70.

²⁹ См., например: Leijonhufvud A. The Wicksell Connection: Variation on a Theme. UCLA, November, 1979.

клиенту, в частности, для осуществления сделки слияния/поглощения за рубежом, не имея соответствующего пассива под эту операцию. То есть ссудная операция осуществляется за счёт эмиссии собственных депозитов банка, а её «обеспечением» в случае нехватки ликвидных средств у кредитной организации выступает обращение за кредитом рефинансирования к центральному банку.

Таким образом, если на предшествующих этапах формирования финансового капитала наращивание активных операций банков объективно сдерживалось потребностью в ликвидности для урегулирования текущих платежей и расчётов (например, в связи с переводом клиентом средств со своего кредитного счёта на счёт в другом банке), то в современных условиях потребность в текущей ликвидности полностью покрывается за счёт ресурсов центрального банка: имея перманентный доступ к рефинансированию, банки перестают нуждаться в мобилизации дополнительных пассивов под проведение активных операций, покрывая их неограниченной депозитной эмиссией.

Возможность свободного и бесконтрольного обмена банковских депозитов на деньги центрального банка опосредуется трансформацией механизмов рефинансирования. Исторически выпуск денег центрального банка осуществлялся в ходе рефинансирования под залог векселей, что представляло собой обмен знаков товарной стоимости – коммерческих ценных бумаг – на деньги центрального банка, в ходе которого кредитные деньги замещались централизованными. В отличие от других видов финансовых активов (акций, облигаций и т.д.), торговые векселя и коммерческие бумаги жёстко привязаны к потребностям оборота. Обменивая векселя клиентуры в эмиссионном институте на централизованные деньги, кредитные организации получают высоколиквидные средства в объёме, эквивалентном части оборотного капитала клиентов. В большинстве развитых стран эмиссионные банки переучитывают лишь первоклассные коммерческие векселя, опосредующие реальные торговые сделки, по которым отвечают как минимум три лица, известные этим банкам безупречной платёжеспособностью.

Тесно увязано с потребностями хозяйственного оборота и рефинансирование под залог кредитных требований. В ходе

данных операций имеет место временный обмен денежного капитала, аккумулированного кредитной организацией и предоставленного ею в ссуду клиенту в процессе оборота стоимости, на денежный капитал, создаваемый эмиссионным институтом. В данном случае деньги центрального банка замещают ссуженные ранее банковские кредитные деньги, или действительный денежный капитал.

В то же время, при рефинансировании, осуществляемом под залог финансовых инструментов и суррогатов (государственные облигации, акции, другие фондовые ценности) эмиссия централизованных денег утрачивает связь с потребностями оборота, поскольку данная форма залога, как правило, не связана с оборотом стоимости. Фиктивная природа денежного капитала, создаваемого в ходе рефинансирования под обеспечение денежных суррогатов, наглядно проявляется в ссудных операциях под залог государственных и корпоративных ценных бумаг. Учитывая, что государственный кредит, используемый на финансирование социальных, военных и прочих непроизводительных расходов, вообще говоря, не связан с созданием стоимости, а лишь опосредует перераспределение продукта, использование такого залога обуславливает создание необеспеченных денег.

Необусловленный потребностями оборота выпуск денег центрального банка в ходе обмена банковских депозитов на централизованные деньги дополняется новым механизмом рефинансирования, в котором абсолютно доминируют возвратные операции типа РЕПО. Особый правовой режим таких сделок, предусматривающий полный переход права собственности на актив, используемый в РЕПО, свидетельствует о специфической политэкономической сущности данных операций. В отличие от обычных залоговых кредитов, предусматривающих лишь блокирование имущества, передаваемого в залог кредитору, в сделках РЕПО предусмотрен полный переход права собственности на активы. Это означает возможность повторного поступления в оборот уже переданных в РЕПО ценных бумаг. Последние могут быть проданы на рынке, заложены или иным образом использованы кредитором вплоть до момента исполнения второй части сделки.

Таким образом, вместо обмена орудий торгового кредита на деньги центрального банка, характерного для переучётных операций, в случае операций РЕПО мы сталкиваемся с новым феноменом - «двойной эмиссией».

С одной стороны, уже в рамках первой части РЕПО выпускаются централизованные деньги, имеющие слабую связь с хозяйственными потребностями, поскольку, сами по себе ценные бумаги, используемые в операциях РЕПО, имеют фиктивную природу и отдалённую связь с созданием и оборотом стоимости. С другой стороны, передаваемый центральному банку в ходе операций РЕПО финансовый актив не покидает оборот, как в случае с залоговым кредитом, а продолжает обращаться на рынке в качестве денежного суррогата, который может покупаться, продаваться, закладываться, наконец, использоваться в других сделках РЕПО и, следовательно, вновь участвовать в создании денег.

В ходе операций РЕПО денежный оборот пополняется удвоенным количеством платёжных средств: не покидающими оборот квазиденьгами (финансовыми инструментами), которые могут быть использованы в некоторых видах платежей и расчётов, и их денежным эквивалентом, представленным собственно ссудой РЕПО. Несмотря на ограниченный период обращения кредита РЕПО, ввиду перманентного замещения старых займов новыми, совокупный объём задолженности перед центральными банками по этому виду сделок постоянно растёт, что свидетельствует о всё возрастающем объёме «двойной эмиссии» в современном денежном хозяйстве.

Статистические данные свидетельствуют, что в арсенале развитых стран абсолютно доминируют обратные сделки с финансовыми инструментами, представляющие основной канал пополнения денежного предложения стран (у ЕЦБ доля РЕПО в структуре стандартных инструментов составляет около 90%, в ФРС США – около 80%³⁰). В то же время доля классических кредитов под залог коммерческих ценных бумаг, обеспечивающих выпуск кредитных денег и связанных с оборотом стоимости, устойчиво снижается.

³⁰ Расчёты автора на основе данных Thomson Reuters Datastream.

Таким образом, развитие самой процедуры рефинансирования приводит к постепенному убыванию связи выпускаемых денег с потребностями оборота, что можно изобразить в виде следующей схемы.

Степень убывания связи эмиссии с потребностями оборота					
Форма рефинансирования	Кредит			РЕПО, СВОП	
Вид залога	Векселя, коммерческие бумаги	Кредитные требования	Финансовые инструменты	Нерыночные активы	Финансовые инструменты

Качественно новым этапом трансформации эмиссионной функции центрального банка стало введение политики количественного смягчения. В теории такие инструменты относят к средствам так называемой тонкой настройки. В практике ФРС США инструменты тонкой настройки представлены чрезвычайным кредитом (emergency credit), который принципиально может быть предоставлен кому угодно, включая частных лиц и корпорации, в том случае, если отсутствие у заёмщика возможности привлечь средства из альтернативных источников способно привести к существенным негативным последствиям для экономики. Данный кредит не предусматривает обеспечения³¹.

В ЕЦБ к операциям тонкой настройки относят: скоростной кредитный (депозитный) тендер, предназначенный для расширения (сужения) уровня ликвидности денежного рынка (он проводится путём оповещения об операции ограниченного круга потенциальных контрагентов, например, в Германии – около 50 банков); двусторонние операции ЕЦБ, которые осуществляются в форме либо кредитных и депозитных сделок, либо операций прямого и обратного РЕПО с избранными кредитными институтами с заранее фиксированными сроком и доходностью; валютные СВОПы в какой-либо международной резервной валюте с установлением размера форвардной премии либо на основании информации маркет-мейкеров форвардного рынка, либо путём проведения скоростного тендера³².

³¹ The Federal Reserve System. Purpose and function. Washington, D.C., 2010.

³² The implementation of monetary policy in the euro area: General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, ECB, 01.01.2012.

К свойствам инструментов тонкой настройки относятся: оперативность проведения, обусловленная потребностью мгновенной инъекции либо стерилизации ликвидности на денежном рынке; нерегулярный график и нестандартизированность процедуры проведения; ограниченный круг кредитных институтов-контрагентов, как правило, являющихся маркет-мейкерами на определённых сегментах финансового рынка; возможность прямого (без посредничества национальных центральных банков) участия ЕЦБ в операциях с системообразующими европейскими банками; закрытость информации об их проведении.

Таким образом, конституирующим признаком антикризисных инструментов, реализуемых в рамках функции «кредитора последней инстанции», следует считать их конфиденциальный характер, завуалированность и неподотчётность, что позволяет центральным банкам, прежде всего эмитентам резервных валют, использовать их для бесконтрольного увеличения эмиссии. Конфиденциальный характер использования этих инструментов обусловлен тем, что придание огласке информации о масштабной поддержке крупных ТНБ может подорвать спрос не только на резервные валюты, но и вызвать кризис доверия в отношении банков, использовавших данные ресурсы. В то же время закрытость операций по тонкой настройке стала основной причиной их возросшей популярности.

Завуалированность использования антикризисных инструментов делает крайне сложным определение масштабов произведённой эмиссии, их можно оценить лишь косвенно. В частности, по информации агентства Блумберг, объём кредитов, которые были конфиденциально выданы ФРС США национальным банкам в течение августа 2007 –апреля 2010 гг., составил около 1,2 трлн долл. США³³. Ресурсы получили практически все системообразующие ТНБ. В то же время аудит деятельности ФРС обнаружил предоставления скрытых кредитов основным ТНБ США в общем объёме около 16 трлн долл. США, что многократно превысило размер публично объявленных пакетов экст-

³³ Keoun B., Kuntz P. Wall Street Aristocracy Got \$1.2 Trillion in Secret Loans. Bloomberg, 22.08.2011.

ренной помощи³⁴.

На сегодняшний день остаётся неизвестным факт использования подобных операций ЕЦБ, однако с учётом конфиденциальности операций тонкой настройки нельзя исключить и факта масштабной эмиссии, осуществлённой ЕЦБ, в обход стандартных процедур в пользу системообразующих банков ЭВС.

В ходе финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. в рамках системной поддержки банковского сектора эмитенты резервных валют ввели беспрецедентные механизмы экстренной помощи банкам, выходящие за пределы стандартных инструментов. Снизив официальные процентные ставки в рамках традиционного инструментария и не добившись сколь-нибудь существенного эффекта, денежные власти сделали акцент на так называемом «нетрадиционном инструментарии».

На первой волне кризиса ЕЦБ расширил использование традиционного антикризисного инструментария – механизмов тонкой настройки³⁵. Однако, исчерпав к сентябрю 2008 г. практически весь потенциал стандартных инструментов рефинансирования и снизив официальные ставки до минимального уровня (1% годовых), он прибегнул к «нетрадиционной политике» – комплексу мер, направленных на прямую (без обратного выкупа) покупку на первичных и вторичных рынках обеспеченных облигаций (Программа приобретения обеспеченных облигаций). Выкупу подлежали облигации, включённые в залоговый пул ЕЦБ, включая бумаги, отнесённые ко второй категории (с повышенным уровнем риска)³⁶. Соответствующие операции были проведены в объёме 60 млрд евро с июля 2009 по июнь 2010 гг.³⁷ В октябре 2011 г. действие программы было продлено ещё на год – до октября 2012 г.³⁸ и дополнено пакетом чрезвычайных мер пополнения ликвидности за счёт выкупа на баланс

³⁴ Opportunity Exist to Strengthen Policy and Process to Managing Emergency Assistance. US Governmental Accountability Office, July 2011.

³⁵ ECB. Monthly Bulletin. October 2007. P. 8; February 2008. P. 8.

³⁶ ECB. Press release. 3 October 2008. Counterparties for fine-tuning operations. www.ecb.int.

³⁷ ECB. Monthly Report on the Eurosystem's covered bond purchase program. December 2009.

³⁸ ECB. Annual Report. 2011. P. 83.

ЕЦБ государственных ценных бумаг³⁹. К концу 2011 г. объём приобретённых на баланс ЕЦБ активов в рамках «Программы рынка ценных бумаг» составлял уже 211,4 млрд евро⁴⁰.

Наконец, поворотным моментом реализации функции кредитора последней инстанции, в корне изменяющем представление о связи монетарной политики ЕЦБ с реальными потребностями оборота, явилось решение о так называемых «нестандартных денежных операциях»⁴¹, суть которых состоит в безлимитном приобретении на баланс ЕЦБ государственных облигаций стран ЭВС, испытывающих острые проблемы с обслуживанием долга (Испания, Италия, Португалия, Ирландия)⁴².

Почти аналогичным был сценарий действий ФРС. Если на этапе развития кризисных явлений она ещё пыталась использовать возможности стандартных процедур рефинансирования, то по мере нарастания турбулентности стала переходить к пополнению ликвидности, используя чрезвычайные инструменты. В 2008 г. она исчерпала все возможности предоставления ликвидности посредством стандартных механизмов: целевая ставка была снижена трижды до 0,13% годовых, «выработав» все ресурсы дальнейшего смягчения монетарной политики.

В этих условиях ФРС вынуждена была прибегнуть к нестандартным механизмам пополнения ликвидности в качестве кредитора последней инстанции. В рамках пакета нестандартных мер был расширен круг институтов, имеющих доступ к централизованным источникам денежных средств⁴³, смягчены требования к обеспечению (в сделках стали использоваться более рискованные бумаги федеральных ипотечных агентств или гарантированные ими бумаги, обеспеченные закладными (Mortgage-Backed Securities), увеличено количество аукционов⁴⁴. Одна-

³⁹ ECB. Press Release 10 May 2010. ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets.

⁴⁰ ECB. Annual Report. 2011. P. 84.

⁴¹ ECB. Press Release 6 September 2012. Technical features of Outright Monetary Transactions.

⁴² Draghi Says Officials Agree on ECB Unlimited Bond-Buying. Bloomberg, 06/09/2012.

⁴³ ФРС привлекла к операциям пополнения ликвидности ранее не участвующие в них депозитные институты.

⁴⁴ Пресс-релизы ФРС от 07.03.2008 и 30.07.2008.

ко основной вклад в реализацию функции кредитора последней инстанции сыграл переход ФРС к пополнению ликвидности посредством приобретения проблемных активов на свой баланс. Покупка коммерческих бумаг осуществлялась по Программе финансирования коммерческих бумаг (CP Funding Facility – CPFF), а также по Программе выкупа у взаимных фондов обеспеченных активами коммерческих бумаг (Asset-Backed CP MMTFs Liquidity Facility – AMLF). Депозитные институты получали кредит в ФРС под обеспечение коммерческими бумагами, выкупленными у MMTFs. Выкуп бумаг, обеспеченных активами (Asset-Backed Securities – ABS), осуществлялся в рамках Программы займов для вложений в ABS (Term ABS Loan Facility – TALF)⁴⁵. С марта 2009 г. ФРС приобретает на баланс средне- и долгосрочные бумаги Казначейства⁴⁶.

По состоянию на 15 ноября 2012 г. объём приобретённых ФРС бумаг федеральных ипотечных агентств составил 82 млрд долл., гарантированных ими ипотечных закладных – 857 млрд долл., долгосрочных бумаг Казначейства – 1,6 трлн долл. Всего задолженность по антикризисным инструментам пополнения ликвидности ФРС возросла в 2009–2012 гг. более чем на 1,5 трлн долл. и достигла 3,6 трлн долл. (около 20% ВВП США в 2012 г.)⁴⁷.

В целом за счёт антикризисных программ балансы ФРС, Банка Англии, ЕЦБ и Банка Японии в пиковый кризисный период выросли более чем в 2 раза⁴⁸. Актив баланса ФРС почти на 70% представлен инструментами, выкупленными в ходе реализации антикризисных программ⁴⁹. Всего же, по некоторым оценкам, на пике реализации пакета мер антикризисного управ-

⁴⁵ Действие PDCF и TSLF, CPFF и AMLF завершилось 1 февраля 2010 г., пресс-релизы ФРС от 25.06.2009, 24.09.2009, 17.11.2009.

⁴⁶ FRS. Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. January 2010. P. 4-5. Пресс-релиз ФРС 18.03.2009, 04.11.2009.

⁴⁷ Рассчитано по: Securities in FED custody, FRS. Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. November 2012, January 2008, Reuters Data Stream, World Economic Outlook. October 2012.

⁴⁸ Recent Development In The Balance Sheets Of The Eurosysteme, The Federal Reserve System And The Bank Of Japan. Monthly Bull. Of ECB. Frankfurt A. Main, 2009, No 10.

⁴⁹ Рассчитано по: Factors Affecting Reserve Balances – H.4.1 (www.federalreserve.gov. 14.11.2012.).

ления основными эмитентами резервных валют было выпущено до 17 трлн долл., в эквиваленте⁵⁰.

Методология количественной оценки перераспределительного эффекта эмиссионной функции развитых стран

Оценка перераспределительного эффекта эмиссионной функции и её влияния на формирующиеся рынки зависит от методики подсчёта эмиссионного дохода центрального банка.

Под эмиссионным доходом (сеньоражем) в современной экономической литературе как правило понимаются доходы эмиссионного института, полученные за счёт монопольного права на проведение денежно-кредитной политики, в том числе, денежной эмиссии⁵¹. Д. Сакс рассматривает сеньораж как доход, полученный правительством в результате его монопольного права печатать деньги⁵². МВФ трактует сеньораж как прирост объёма наличных денег в обращении и увеличение резервов коммерческих банков, хранящихся на счетах в центральном банке⁵³. С. Фишер формулирует сеньораж как разность годового темпа прироста денежной базы за минусом единовременных накопленных издержек поддержания обращения наличных денег⁵⁴.

Разнообразие определений сеньоража не меняет политэкономической природы этого явления. Она состоит в перераспределении части национального дохода страны в объёме дополнительно эмитируемых денег. Не отрицая перераспределительной сущности эмиссионного дохода, учёные по-разному оценивают его последствия. Дж. М. Кейнс утверждает, что «правительство может жить благодаря такому средству, если оно не в состоянии жить иначе»⁵⁵. Ч. Гудхарт называет сеньораж «доходом по-

⁵⁰ The Global Recession: How Bad, How Long? The Global Recovery: How Robust, How Widespread? Presented by: Nariman Behravesh. World Economic Outlook Conference, April 2009. Frankfurt.

⁵¹ Моисеев С.Р. Денежно-кредитный энциклопедический словарь. М., Дело и Сервис, 2005. С. 293.

⁵² Джеффри Сакс. Макроэкономика. Глобальный подход. М., Дело, 1996.

⁵³ Ize A. Spending Seigniorage: Do Central Banks Have a Governance Problem? IMF Working Paper. USA, IMF, 2006, No. 58. P. 1-32. Bogetic Z. Seigniorage and dollarization. Central Banking, 1999/2000, Vol. 10, No 4. P. 77-87.

⁵⁴ Fischer S. Seigniorage and the Case for National Money. Journal of Political Economy, 1982, Vol. 90, №2.

⁵⁵ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М., Прогресс,

следней инстанции», наиболее гибким инструментом налогообложения, необходимым для мобилизации ресурсов в случае внезапного кризиса или угрозы национальной безопасности⁵⁶. В целом, мнения экономистов сводятся к тому, что эмиссионный доход из экстраординарного источника пополнения казны, каковым он был в прошлом, превратился в стабильный, а иногда и единственно возможный канал поддержки бюджета современного государства.

Большинство экономистов в качестве основного показателя эмиссионного дохода рассматривают прибыль центрального банка. Она аккумулирует в себе все формы доходов эмиссионного института за вычетом операционных издержек. Основными статьями доходов современного центрального банка являются доходы от размещения международных резервов и проценты, полученные от проведения операций рефинансирования.

Помимо классического расчёта общей величины сеньоража, в международной практике используются и иные подходы к его оценке. Один из них базируется на трактовке эмиссионного дохода как «инфляционного налога», то есть размера превышения номинальной ценности выпущенных денег над издержками их выпуска. В рамках данной концепции сеньораж рассчитывается как: $MS = p * \Delta M$ (где MS – денежный сеньораж, p – инфляция, ΔM – прирост денежной базы или денежного агрегата $M0$).

Монетаристская школа, рассматривая денежные остатки как разновидность не приносящих дохода активов хозяйствующих субъектов, рассчитывает сеньораж на основе размера упущенной выгоды, которую недополучает держатель денег или количественно: $MS = i * \Delta M$ (где i – номинальная процентная ставка по альтернативному активу, ΔM – прирост денежной базы или денежного агрегата $M0$).

В рамках расширительного подхода к расчёту сеньоража, предложенного А. Дрейзенем, в величину этого показателя включаются все доходы, связанные с эмиссией как денег, так и дру-

1978.

⁵⁶ Goodhart, Ch. A.E. The Political Economy of Monetary Union ed. By B. Kenen Peter. Understanding Interdependence: The Macroeconomic of the Open Economy. Princeton University Press, 1995.

гих финансовых активов государства, в частности, государственных ценных бумаг. В этом случае величина сеньоража может быть отражена следующим образом: $MS = mM + (r-n)a$, где m – темпы роста объёма денег вне банковской системы; $(r-n)$ – разница между реальной процентной ставкой по государственным ценным бумагам и темпами роста реального ВВП; a – реальная стоимость государственных ценных бумаг. Как доказывают авторы концепции, данное равенство включает предшествующие определения сеньоража в качестве частных случаев⁵⁷.

Наконец, концепция расчёта сеньоража, предложенная М. Клейном и М. Нейманом, обобщая предложенные выше точки зрения, предлагает рассчитывать эмиссионный доход как сумму всех доходов от размещения средств, привлечённых центральным банком посредством эмиссии собственных денег⁵⁸.

По нашему мнению, сужение объёма сеньоража до размера дохода недополученного прочими секторами (утверждение монетаристской школы) или до доходов от размещения эмитированных средств (подход Клейна и Немана) представляется не вполне обоснованным. В этой трактовке сеньораж увязывается лишь с прибылью, полученной на денежный капитал, создаваемый центральным банком в ходе эмиссии. В то же время помимо процентного дохода, центральный банк постоянно и во всё больших объёмах, увеличивая объём денежной базы и обменивая его на реальный денежный капитал, получает возможность перераспределять в свою пользу часть национального дохода.

Ближе к сущности проблемы оценки сеньоража, на наш взгляд, находится трактовка эмиссионного дохода, как «инфляционного налога», расчёт которого основан на определении стоимости, получаемой эмитентом от прочих хозяйствующих субъектов за счёт выпуска дополнительных платёжных средств. Тем не менее, и он не лишён недостатков, состоящих в смешивании двух процессов: собственно эмиссии и её последствий в форме развития инфляции. На наш взгляд, политэкономическая сущность сеньоража состоит в одномоментном перераспределении

⁵⁷ Drazen A. General Measure of Inflation Tax Revenues. *Economic Letters*, 1985. №17.

⁵⁸ Klein M. What is It and Who Gets It? *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1990, № 126.

национального дохода в пользу эмитента. Последующее развитие инфляционных процессов (вообще говоря, неочевидное или связанное с временными лагами) опосредует перераспределение созданного продукта уже внутри хозяйства: от субъектов, владеющих капиталом в денежной форме к субъектам – собственникам капитала в его материально-вещественной форме (товарные запасы, основные фонды и др.). Инфляционные последствия эмиссии не оказывают влияния на величину сеньоража; последняя формируется непосредственно в ходе обмена выпускаемых денег центрального банка на банковские деньги, обращающейся в хозяйстве.

Наша позиция состоит в том, что наиболее точно сеньораж может быть оценен с помощью двух компонентов. Первый – брутто-доходы эмиссионного банка, полученные как от размещения резервных активов, так и от операций рефинансирования. Имея эмиссионную основу, эти доходы служат ресурсной базой для последующего финансирования расходов эмитента, в частности на процентные выплаты по инструментам абсорбирования ликвидности и на хозяйственную деятельность (приобретение оборудования, средств связи, услуг, оплаты персонала и т.д.).

Второй компонент эмиссионного дохода, по нашему мнению, представлен наращиванием совокупных обязательств центрального банка перед различными категориями субъектов хозяйства. В ходе реализации монетарной политики эмитент постоянно пополняет ликвидность банковского сектора, причём общая сумма централизованных ссуд, обращающихся в денежном хозяйстве, имеет тенденцию к увеличению. Рост обязательств центрального банка происходит и за счёт прочих операций, в частности, в ходе проведения валютных интервенций, предусматривающих приобретение иностранной валюты на внутреннем рынке за счёт выпуска национальной валюты. Хотя с теоретической точки зрения пополнение денежного предложения через указанные каналы не является бессрочным, на практике, в силу перманентного рефинансирования «старых» кредитов новыми и потребности в наращивании денежной базы, они превращаются, по сути, в источник создания бессроч-

ных обязательств эмитента.

Исходя из вышеизложенного и принимая во внимание то, что брутто-доход центрального банка попадает в пассив его баланса, автором предложена методика расчёта эмиссионного дохода центрального банка, которую можно оценить как прирост совокупных балансовых обязательств эмиссионного учреждения. Последние представляют собой не что иное, как ресурсы хозяйства, привлечённые от экономических субъектов и обмениваемые на деньги центрального банка.

Данный подход существенно изменяет представление о величине сеньоража, делая обоснованным вывод о системообразующем месте эмиссии в иерархии целевых ориентиров центрального банка. Эмпирические исследования показывают, что размер сеньоража, рассчитанный даже по консервативной методике А. Дрейзена, в развитых странах колеблется от 0,1 до 7% от размера денежной базы, а в развивающихся странах достигает 30%⁵⁹, то есть представляет для государства весомый источник финансирования, сопоставимый с величиной некоторых крупных налоговых поступлений.

На основании авторской методики, величина сеньоража по отношению к ВВП в развитых странах в 2000–2011 гг. может быть оценена: в США – в среднем около 2,1% ВВП, в Великобритании – 2,2%, в ЭВС – около 2,7%, в Японии – 1,4%. В кризисные периоды с характерным ростом объёма эмиссии, величина сеньоража увеличивалась в США – до 9,6% (2008 г.), в Великобритании – до 11,6% (2008 г.), в ЭВС – до 7,3% (2011 г.), в Японии – до 6,9% (2008 г.)⁶⁰.

Близкие, однако меньшие по величине результаты, приводят и зарубежные исследователи. Так, в соответствии с исследованиями Цукермана за 1960–1999 гг. средняя величина сеньоража по отношению к ВВП оценена в 4,8%⁶¹. По отдельным странам в период 1971–1982 гг. эмиссионный доход, измеренный

⁵⁹ Цит. по: Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. М., Экономистъ, 2005. С. 594.

⁶⁰ Расчёты автора на основе бухгалтерских балансов ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии.

⁶¹ Aisen A. and Veiga F.J. The Political Economy of Seigniorage. IMF Working Paper, September 2005. P. 16.

как прирост резервных денег (денежной базы) к ВВП, составлял: в США – 2,3%, в Великобритании – 1,7%, в Германии – 2,5%, во Франции – 2,1%, в Японии – 8,3%. В развивающихся странах, в относительных цифрах, сеньораж был существенно выше: в Чили – 17,5%, в Бразилии – 17,7%, в Индии – 13,1%, в Индонезии – 9%, в Мексике – 23%⁶².

Соотношение эмиссионного дохода, рассчитанного по авторской методике, к доходам бюджета более весомо. В США, ЭВС, Великобритании и в Японии в 1999–2010 гг., оно оценено, в среднем, в 6,6%, 5,9%, 6,0% и 4,8% соответственно⁶³. Причём, в кризисные периоды эта доля многократно увеличивалась. Так, в США, эмиссионный доход в 2008 г. составлял почти треть бюджетных поступлений (30,9%), в Великобритании – 31,7%, в Японии – 23,3%, в ЭВС в 2011 г. – 15,9%⁶⁴. С учётом антикризисных мер поддержки финансового сектора развитых стран, не попадающих в официальную отчётность центральных банков, объём эмиссии в отдельные годы может достигать до 40% ВВП⁶⁵.

Хотя извлечение эмиссионного дохода в иерархии целей центральных банков повышается повсеместно, данная задача по-разному проявляется в развитых и развивающихся странах.

Возможности использования эмиссионного рычага на формирующихся рынках ограничены. Извлечение избыточного сеньоража здесь объективно сдерживают как неизбежные инфляционные последствия, так и угрозы дестабилизации национального денежного хозяйства. Тем не менее, и в развивающихся странах доля перераспределяемого через эмиссионные механизмы дохода оказывается высокой. Более того, в условиях слабой налоговой системы сеньораж часто оказывается безальтернативным источником покрытия бюджетного дефицита. Так, в среднем, доля годового эмиссионного дохода в составе бюджетных

⁶² Cukierman A., Edwards S., Tabellini G. Seigniorage and Political Instability. The American Economic Review, June 1992. Table 1. – Inflation and Seigniorage: Average 1971–1982. P. 538-539.

⁶³ Расчёты автора по бухгалтерским балансам ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии.

⁶⁴ Там же.

⁶⁵ Оценка автора с учётом информации о скрытых формах поддержки банков ФРС США в 2008–2009 г.

доходов в период 1960–1999 гг. составляла: в Аргентине – 120%, в Бразилии – 25%, в Чили – 28%, в Китае – 47%, в Индии – 13%, в Мексике – 24%⁶⁶.

В развитых же странах эмиссионная цель центрального банка приобретает основополагающее значение. В условиях глобализации экономики у эмитентов резервных валют появляется принципиально новая возможность расширения сеньоража не только за счёт эмиссии денег в масштабах национального денежного хозяйства, но за счёт их поступления в каналы международного денежного обращения. Таким образом эмитент приобретает возможность перераспределять в свою пользу не только часть национального дохода страны, к которой он принадлежит, но и часть интернациональной стоимости, создаваемой в других государствах.

В рамках количественной оценки эффекта влияния эмиссионной политики развитых стран на развивающиеся страны предлагаем выделять первичный и вторичный эффект перераспределения дохода. Суть методики оценки первичного эффекта состоит в оценке размера чистых сбережений развивающихся стран (то есть части ВВП, не израсходованной на текущее потребление и инвестиции), которые перераспределяются в пользу развитых стран через эмиссионные механизмы.

Первый (узкий) подход предполагает сопоставление объёма эмиссии, произведённой странами-эмитентами резервных валют с совокупным объёмом национальных сбережений развивающихся стран. Суть гипотезы, лежащей в основе данного расчёта, состоит в том, что при стабильном спросе на деньги, подавляющая часть денежной эмиссии абсорбируется международным рынком, то есть используется для обмена на интернациональную стоимость. Такой обмен может осуществляться, например, в ходе кредитования американских импортёров, ввозящих товары из-за рубежа, или в форме спроса со стороны нерезидентов на американские казначейские векселя. И в том, и в другом случае в конечном счёте происходит покрытие отрицательного сальдо платёжного баланса США с помощью эмиссионных ме-

⁶⁶ Aisen A. and Veiga F.J. The Political Economy of Seigniorage. IMF Working Paper WP/05/175, September 2005. Table 1. – Seigniorage Across Countries. P. 15.

ханизмов.

Расчёты, произведённые в соответствии с узким подходом, свидетельствуют, что за счёт наполнения каналов международного денежного обращения собственными валютами ФРС, ЕЦБ, Банк Англии и Банк Японии на протяжении кризисных 2000–2012 гг. перераспределили в свою пользу в среднем около 17% совокупных чистых сбережений развивающихся стран, сформированных в том же периоде, а на пике реализации антикризисных мер поддержки финансового сектора (2008 г.) такое перераспределение достигало 43,9%⁶⁷.

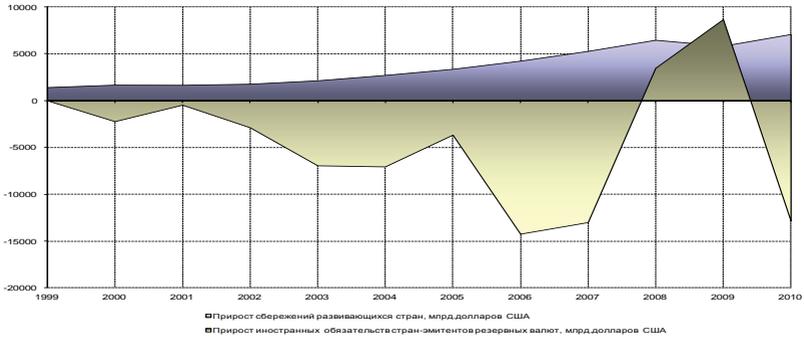
Второй (широкий) подход к оценке перераспределительного эффекта эмиссии основан на учёте в анализе поступившей в каналы международного обращения эмиссии частных денег ТНБ, осуществлённой на основе кредитно-финансовой поддержки центральных банков. Это позволяет значительно изменить представление о масштабах перераспределяемой в ходе использования эмиссионных механизмов интернациональной стоимости. Для оценки используются данные о приросте совокупных иностранных обязательств, фиксируемых в международной инвестиционной позиции стран-эмитентов резервных валют. Эта величина характеризует объём чистого заимствования, осуществлённого у остального мира в пользу развитых стран. Учитывая то, что величина такого заимствования прямо (через покрытие за счёт эмиссии резервных валют) или косвенно (через выпуск финансовых инструментов, номинированных в этих валютах) опосредуется эмиссионным механизмом, её можно использовать для расчёта перераспределительного эффекта.

Оценка, произведённая на основе второго подхода, свидетельствует, что за счёт эмиссии частных денег ТНБ (непосредственно связанной с операциями рефинансирования центральных банков), абсорбируются почти все чистые сбережения, накапливаемые развивающимися странами: их объём, составивший в 2000–2010 гг. около 42,0 трлн долл. США, был близок к приросту внешних обязательств эмитентов резервных валют, оценённому в 45,6 трлн долл. США (см. рис. 3).

⁶⁷ Расчёты автора по данным балансов ФРС США, ЕЦБ, Банка Японии, Банка Англии. World Economic Outlook Database, October 2012.

Рисунок 3

Динамика прироста иностранных обязательств развитых стран и сбережений развивающихся стран в 1999–2010 гг.



Источник: составлено автором на основе: Balance of Payments Statistics Yearbook 2011. IMF, 2012; World Economic Outlook Database, October 2012.

Как показывает международная практика, в течение последнего десятилетия основным механизмом перераспределения сбережений развивающихся стран в пользу развитых стран стало накопление избыточных международных резервов, представляющих замороженный эквивалент чистого экспорта формирующихся рынков. Кроме того, пополнение резервных активов развивающихся стран превратились в основной механизм абсорбирования проникающих на их внутренний рынок избыточных «горячих» капиталов, что также стало следствием эмиссионной политики развитых стран. Столкнувшись с беспрецедентным по масштабам притоком иностранных инвестиций на протяжении 2001–2012 гг., центральные банки формирующихся рынков были вынуждены частично скупать их и обращать в резервы для поддержания равновесия на внутреннем валютном рынке. В результате, пополнение резервов стало в большей степени отражать не динамику торговых потоков, а флуктуации трансграничных потоков капитала.

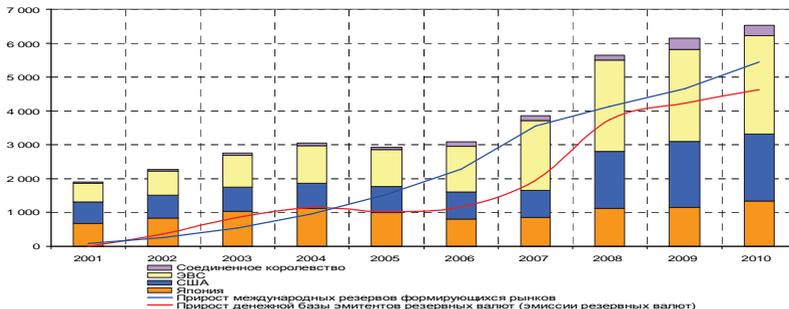
Результатом пополнения резервов стало хроническое «перенакопление» международной ликвидности развивающимися странами, которое отчётливо проявилось в превышении ими основных порогов достаточности, определяемых критериями покрытия 3-месячного импорта и выплат по внешнему долгу (правило Гвидотти). По состоянию на начало 2014 г. накопленный

объём резервных активов развивающихся стран более чем втрое превышал уровень, необходимый для обеспечения 3-месячного импорта, и вдвое – критерий покрытия краткосрочных выплат по внешнему долгу⁶⁸.

«Перенакопление» резервных активов особенно интенсивно шло в 2001–2012 гг. на волне расширения эмиссионной активности развитых стран. Так, прирост денежной базы эмитентов резервных валют в объёме 4,6 трлн долл. США (в эквиваленте) в указанном периоде был близким по размерам к наращиванию международных резервов развивающихся стран (выросших за тот же период на 4,7 трлн долл.⁶⁹). Данный факт косвенно свидетельствует, что произведённая развитыми странами эмиссия, в том числе в рамках реализации антикризисных пакетов мер поддержки банковского и корпоративного секторов, была в большей части абсорбирована в резервах развивающихся стран (см. рис. 4).

Рисунок 4

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



Источник: расчёты автора на основе данных International Financial Statistics, Yearbook, 2012.

Таким образом, основным каналом перераспределения чистых сбережений развивающихся государств в пользу лидеров

⁶⁸ Расчёты автора на основе данных Банка России. Таблица «Достаточность международных резервов отдельных стран для покрытия импорта товаров и услуг по состоянию на 1 января 2014 г. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/res_import.htm&pid=svs&sid=ITM_18612.

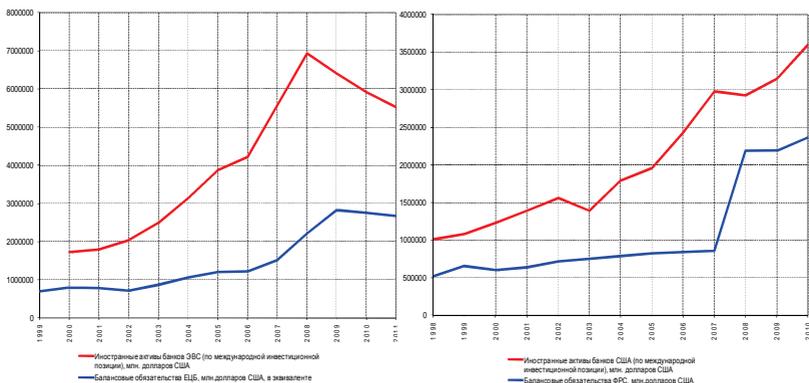
⁶⁹ Расчёты автора по данным Financial Statistics Yearbook 2011. IMF, 2012.

мирового хозяйства происходило по линии предоставления чистого кредита в форме накопления резервных активов.

Учёт вторичного парораспределительного эффекта эмиссионной политики развитых стран предполагает также анализ присвоения глобальной финансовой ренты и перераспределения мирового богатства. Под глобальной финансовой рентой мы понимаем арбитражный доход, извлекаемый собственниками капитала на основе разности в процентных ставках между стоимостью рефинансирования для ТНБ и доходностью финансовых инструментов формирующихся рынков, в которые они размещаются.

Эмиссионная основа глобальной финансовой ренты подтверждается тесной взаимосвязью между наращиванием иностранных активов европейских и американских ТНБ с увеличением объёма эмиссии ФРС и ЕЦБ (рис. 5). Это даёт основание заключить, что финансовые операции ТНБ в развивающихся странах фондируются преимущественно за счёт использования эмиссионного рычага (операций рефинансирования) центральных банков – эмитентов резервных валют.

Рисунок 5
Динамика взаимосвязи эмиссионной поддержки операций ТНБ со стороны ФРС и ЕЦБ и иностранных активов глобальных банков ЭВС и США



Источник: Balance of Payments Statistics Yearbook 2011. IMF, 2012.

Значительная роль глобальной финансовой ренты в качестве вторичного перераспределительного механизма эмиссионной

политики подтверждается и чёткой корреляционной зависимостью между объёмом рефинансирования ТНБ центральными банками развитых стран и суммой доходов, полученных глобальными банками от операций на внешних рынках в форме дивидендов, процентных выплат по кредитам и облигациям (см. рис. 6). Этот же вывод делают эксперты агентства Блумберг, по заключению которых только в период с августа 2007 по апрель 2010 гг. американские банки за счёт использования ресурсов по льготным ставкам, полученных от ФРС США в арбитражных операциях, получили доход, превышающий 13 млрд долл. США⁷⁰.

Рисунок 6

Динамика эмиссии центральных банков (эмитентов резервных валют) и глобальной финансовой ренты в 1999–2010 гг. (млрд долл.)⁷¹



Источник: Balance of Payments Statistics Yearbook 2011. IMF, 2012.

Подход к количественной оценке глобальной финансовой ренты основан на использовании данных статьи «инвестиционные доходы банков» платёжного баланса стран-эмитентов резервных валют, как наиболее точного показателя прибыли, извлечённой ТНБ на внешних рынках. Как показывает произведённая оценка в целом, за счёт вторичного перераспределительного эффекта страны-эмитенты резервных валют в течение 1999–2010 гг. получали в свою пользу ежегодно около 7,1% совокуп-

⁷⁰ Secret Fed Loans Gave Banks \$13 Billion Undisclosed to Congress. Bloomberg, Nov. 28, 2011.

⁷¹ Составлено автором по данным балансов ФРС, ЕЦБ, Банка Англии и Банка Японии.

ных сбережений формирующихся рынков, а в отдельные годы такое перераспределение достигало 8,7%⁷².

В условиях финансовой глобализации резко возрастает роль ещё одного вторичного перераспределительного канала эмиссии – присвоения эмитентами резервных валют части мирового богатства. Возросшая роль эмиссионных рычагов в завоевании экономической власти в мировом масштабе подтверждается совпавшим по времени резким увеличением объёма рефинансирования ТНБ (Райффейзенбанк, Дойчебанк, Комерцбанк, Сосьете Женераль, БНП Париба и др.) и приобретения ими абсолютно доминирующих позиции в контроле над финансовым сектором целого ряда развивающихся стран. Так, в течение 2000–2011 гг. доля глобальных банков развитых стран в банковском секторе Латинской Америки выросла на 11 п.п. до 45% (в т.ч., в Мексике – до 48%, в Бразилии – до 38%, в Аргентине – до 35%, в Перу – до 63%); в странах Центральной и Восточной Европы – до 50% (в т.ч., в Венгрии – до 92%, в Польше – до 69%, в Болгарии – до 72%, в Чехии – до 67%)⁷³. Кроме того, по заключению экспертов ЮНКТАД, глобальные банки и связанные с ними группы превратились в ключевых инвесторов в сделках слияний и поглощений с системообразующими предприятиями развивающихся стран⁷⁴.

Проведённое исследование позволяет предположить наличие глобального механизма влияния эмиссионной политики развитых стран на формирующиеся рынки. Он обладает чертами целеполагания и взаимной связи между первоначальными импульсами и их распространением в глобальной финансовой системе. Механизм глобального влияния на развивающиеся страны включает следующие этапы.

Во-первых, создание первичных импульсов эмиссионной политики. Будучи формально направленными на регулирование

⁷² Расчёты автора на основе данных: Balance of Payments Statistics Yearbook 2011, IMF, 2012. World Economic Outlook Database, October 2012.

⁷³ Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability. Table 1 cont'd – Percentage of Foreign Banks among Total Banks, by Country. IMF Working Paper WP/12/10. IMF, January 2012.

⁷⁴ World Investment Report 2012. Figure I.15. Top investors among the largest TNCs, 2011 (Billions of dollars of completed cross-border M&As and greenfield investments). UNCTAD, WIR, 2012. P. 25.

стоимости кредита и его доступности на национальном рынке (например, в форме очередной фазы политики «количественного смягчения»), такие импульсы на практике обуславливают создание искажённых инвестиционных сигналов и пополняют каналов международного денежного обращения необеспеченными деньгами.

Во-вторых, передача первичных импульсов эмиссионной политики по каналам трансмиссионного механизма. В качестве основных звеньев передачи первичных сигналов выступают операции глобальных банков – ТНБ. Последние трансформируют эмиссию ЕЦБ, ФРС, Банка Англии и Банка Японии, в «горячие капиталы» (частных банковских денег) и их проникновение на рынки развивающихся стран. Активные операции ТНБ на внешних рынках фондируются перманентным доступом к инструментам централизованного рефинансирования в банках-эмитентах резервных валют по минимальным ставкам.

Механизмом передачи импульсов эмиссионной политики служит также монетарная политика развивающихся стран, опирающаяся преимущественно на различные варианты режима привязки обменного курса. Обеспечение устойчивости курсовой динамики требует своевременного поведения валютных интервенций и последующей стерилизации избыточной ликвидности, основными следствиями которых выступают: рост стоимости кредита на национальном рынке, укрепление валютного курса и увеличение объёма международных резервов.

В-третьих, конечными целями эмиссионной политики развитых стран выступают: 1) перераспределение в пользу лидеров мирового хозяйства глобального эмиссионного дохода в форме чистых сбережений развивающихся стран, в том числе для покрытия отрицательного сальдо текущего счёта; 2) извлечение глобальной финансовой ренты; 3) обеспечение глобального контроля за производственным капиталом на формирующихся рынках и завоевание экономической власти.

Общим итогом функционирования механизма влияния эмиссионной политики развитых стран на развивающиеся является углубление и консервация глобальных дисбалансов. Данная ситуация представляется нам типичным «провалом рынка» (tag-

ketfailure), требующим соответствующих корректирующих мер на уровне глобального регулирования.

ГЛАВА 3. РОЛЬ ФОНДОВОГО РЫНКА В ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ РУБЛЯ

Российский рубль, согласно стандартной классификации, относится к категории внутренних валют. Он полноценно обслуживает внутренний оборот, но весьма скромно участвует в расчётах по внешней торговле, в иных платежах по текущим и капитальным операциям. К категории внутренних валют относятся также денежные единицы всех стран Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Более низкую степень интернационализации имеют неконвертируемые валюты, например, кубинский песо или северокорейская вона. На более высоком уровне, по сравнению с российским рублём, находятся международные валюты: канадский, австралийский и гонконгский доллары, шведская крона, швейцарский франк и некоторые другие. Они обслуживают внутренний оборот и постоянно, хотя и в небольших масштабах, используются в международных расчётах стран-эмитентов. Ключевые валюты – фунт стерлингов, японская иена, евро и доллар США – имеют значительную долю на мировых товарных и финансовых рынках и традиционно выступают валютой накопления официальных резервов денежными властями других стран.

Фактическое неравенство валют по международному статусу неизбежно приводит к конкуренции между ними, что явственно проявилось после крушения Бреттон-Вудской системы фиксированных курсов. Попытки добиться большей валютной симметрии и большей глобальной валютной стабильности, принятые отдельными государствами, так и международными институтами, не дали заметных результатов. Тем не менее, процесс обретения ранее незначимыми валютами новых международных функций идёт, его факт уже не вызывает сомнений. Среди свежих работ по данной теме следует рекомендовать статью профессора Оклендского университета (Новая Зеландия) Энтони Эндреса. Ценности ей добавляет развёрнутый обзор и

содержательный анализ происходившей в последние полвека эволюции взглядов на валютную конкуренцию⁷⁵.

Экономические аспекты интернационализации рубля

Недостаточная интернационализация валют (что характерно, в частности, для денежных единиц государств ЕАЭС) накладывает существенные ограничения на политику их эмитентов – центральные банки. В отличие от центральных банков стран с ключевыми валютами, они не могут сделать выбор в пользу одного из ориентиров своей политики – внутреннего (ценовой стабильности) или внешнего (курсовой стабильности). Де-факто денежные власти таких стран находятся под двойным прессом: инфляцией и падением обменного курса. Их дилемма (в валютном регулировании) состоит в выборе между двумя неоптимальными решениями: плавного или ступенчатого снижения курса национальной валюты.

В первом случае рубль (казахстанский тенге или армянский драм) обесценивается в темпе, который, в общем, соответствует разнице между инфляцией национальных и мировых валют. Резиденты переводят свои активы в менее подверженные обесценению доллары и евро, а монетарные власти получают проблему вытеснения национальной валюты из её исконной сферы обращения, а также снижение эффективности денежно-кредитной политики. Во втором случае ЦБ добивается долгосрочной стабилизации курса, содействуя таким образом модернизации экономики и решению социальных задач, поскольку стоимость импортного оборудования, технологий и медикаментов в национальной валюте растёт медленнее, чем в первом случае. Однако с годами разница в покупательной способности местной и иностранной валюты накапливается, возникает риск внезапного падения курса, что угрожает экономической активности и социальной стабильности.

Решением проблемы могло бы быть расширение международного использования валюты, то есть её интернационализация. Данной темой на протяжении последних 10-15 лет всерьёз

⁷⁵ Endres A. Doctrinal Developments in International Money: The Question of Currency Internationalization from Bretton Woods to the 1970's. *Journal of the History of Economic Thought*, December 2017, No 39(4). P. 429-451.

занимаются денежные власти Китая, Республики Корея и некоторых других стран с быстро растущими экономиками. Её разработка в России началась с академической дискуссии, которая привела к практическим действиям Банка России, предпринятым в 2016–2017 гг. Из широкого круга работ, опубликованных в нашей стране по данному вопросу, следует выделить труды Л.Н. Красавиной, В.Я. Пищика и Л.И. Хомяковой⁷⁶. Задача интернационализации рубля представлена в них в двух плоскостях: с точки зрения экономической и геополитической. Банк России в настоящее время разрабатывает план мероприятий с целью расширить использование рубля в международных расчётах, особенно в операциях с партнёрами по ЕАЭС. Речь идёт о трансграничных расчётах всех уровней – от межгосударственного до корпоративного и клиентского.

Вместе с тем качественный сдвиг в деле расширения международных функций рубля зависит от выполнения необходимых для этого условий. Согласно теории международной валюты, существует три основных и несколько дополнительных предпосылок интернационализации валюты. К трём основным относятся: величина национального ВВП, доля страны в мировой торговле и степень развития местных финансовых рынков, а именно – их глубина, широта и ликвидность.

Последнее требование объясняется тем, что в современном мире спрос нерезидентов на валюту возникает не столько в результате экспортно-импортных операций, сколько вследствие спроса на номинированные в ней активы. Если страна не выпускает в значимых, по международным меркам, объёмах государственные облигации и коммерческие ценные бумаги, то у нерезидентов не возникает побудительных мотивов приобретать данную валюту с инвестиционными целями. Таким образом, развитие фондового рынка становится одним из условий продвижения валюты из категории внутренней в категорию международной. Кстати сказать, относительно слабое развитие фондового

⁷⁶ Красавина Л.Н. Контуры стратегии интернационализации российского рубля. Экономические стратегии. 2013, т. 15, №2 (110). С. 26-31. Пищик В.Я. Тенденции интернационализации российского рубля в регионе ЕвразЭС/ЕЭП. Банковские услуги, 2014, №11. С. 2-10. Хомякова Л.И. Об интернационализации российского рубля. Мир перемен, 2013, №4. С. 135-146.

рынка еврозоны, по сравнению с американским, является долгосрочным структурным фактором, сдерживающим увеличение доли евро на мировых валютных рынках.

Российский исследователь И.В. Кудряшова поясняет, каким образом процессы на фондовом рынке влияют на международные функции рубля. «Общее снижение капитализации на российском рынке в последние годы, – пишет она, – вызванное как уменьшением количества котируемых акций, так и падением их цен, значительная волатильность её уровня, а также высокая концентрация отрицательно сказываются на привлекательности отечественного рынка ценных бумаг для иностранных инвесторов. Это в свою очередь является сдерживающим фактором в процессе интернационализации российской национальной валюты»⁷⁷. Патриарх отечественной школы исследования международных валютно-финансовых отношений проф. Л.Н. Красавина в монографии, написанной совместно со специалистом Межгосударственного банка Л.И. Хомяковой, рассматривает проблематику финансового рынка в широком макроэкономическом контексте, в котором важную роль отводит, в частности, финансовому рынку. «Судя по мировому опыту, процесс интернационализации российского рубля, – отмечает она, – зависит от ряда других показателей – производительности труда, капитализации финансового рынка, ёмкости рынка долговых ценных бумаг, доли рубля в мировых валютных резервах. Отсюда вытекает задача достижения Россией конкурентоспособности этих показателей для развития внешнеэкономического сотрудничества со странами – партнёрами, с которыми взаимные расчёты осуществляются с использованием национальных валют»⁷⁸.

Аналогичным образом размышляет И.А. Балюк, увязывая задачу интернационализации рубля с укреплением международных позиций России и расширением её возможностей проводить самостоятельную внешнюю политику. «...России следует

⁷⁷ Кудряшова И.В. Роль отечественного финансового рынка в процессе интернационализации денежных функций российского рубля. Финансы и кредит, 2013, №42 (570). С. 54-59.

⁷⁸ Красавина Л.Н., Хомякова Л.И. Интернационализация российского рубля: тенденции и перспективы. Брянск: Издательство ООО «Брянское СРП ВОГ», 2013. С. 95.

предпринять ряд мер, – пишет он, – направленных на «оптимизацию» взаимоотношений с международными финансово-кредитными организациями, поиск альтернативных внешних источников финансирования, развитие внутреннего финансового рынка, поддержку (в том числе финансовую) наиболее перспективных отраслей экономики и субъектов рынка, а также укрепление позиций и повышение статуса российского рубля не только внутри страны, но и в сфере внешнеэкономических связей. Эти меры позволят России не только защитить свою финансово-экономическую систему от негативного внешнего воздействия, но и создадут условия для дальнейшего проведения независимой внешней политики с учётом национальных интересов»⁷⁹.

Интернационализации валют развивающихся стран

Экономическая литература по проблемам интернационализации валют весьма обширна, хотя интерес к тематике имеет волнообразную динамику. Он значительно усилился во второй половине 1990-х гг. в связи с предстоящим тогда введением единой европейской валюты – евро. Основной спор шёл о том, могут ли одновременно существовать две мощные ключевые валюты – доллар и будущий евро, и как будут распределяться их международные функции. Тогда появилось несколько значительных работ, где доказывалась возможность долговременного равновесия на финансовых рынках в условиях его биполярном устройстве. С введением евро в 1999 г., интерес к тематике сохранялся ещё несколько лет, но потом ослаб. Европейский центральный банк официально декларировал, что он не будет ни стимулировать развитие международной роли евро, ни ограничивать его. Регулярно, один или два раза в год, ЕЦБ выпускал доклад о международной роли евро, где давалась широкая панорама процесса с привлечением подробного статистического материала. Со временем данные доклады приобрели в значительной степени технический характер.

В начале 2000-х гг. инициативу в осмыслении проблемы перехватили быстро растущие азиатские страны: Китай, Гонконг,

⁷⁹ Балюк И.А. Россия в системе мировых финансов. Российский внешнеэкономический вестник. 2016, №12. С. 101.

Республика Корея. Это было обусловлено несколькими факторами. В частности, сыграла свою роль активизация регионального валютно-финансового сотрудничества, толчок которой дал азиатский валютно-финансовый кризис 1997 г. в условиях, когда МВФ и других международных организаций не смогли предложить странам региона действенные инструменты его преодоления. Оказали также влияние либерализация движения капитала и усиление внешнего давления на Китай с целью заставить его отказаться от заниженного курса юаня.

Напомним, что интернационализация юаня началась в оффшоре Гонконга. Первоначально, в 2003 г. там заработал розничный банковский рынок в юанях. В 2009 г. юань стал использоваться для расчётов в приграничной торговле, тогда же в Гонконге были выпущены первые казначейские облигации в юанях. С 2010 г. все гонконгские частные банки и компании получили возможность вести операции в юанях, а в 2011 г. началась эмиссия корпоративных облигаций. К 2012 г. нерезидентам разрешили открывать банковские счета в юанях и торговать номинированными в юанях продуктами на территории Гонконга⁸⁰.

Примерно в середине 2000-х гг. появились многочисленные работы, посвящённые интернационализации валют развивающихся стран. В них освещался большой комплекс весьма специфических проблем, возникающих на данном пути у стран с формирующимися (и потому нестабильными и неглубокими) рынками, который ранее не был предметом ни академической дискуссии, ни практических решений денежных властей. Одновременно произошёл поворот в целеполагании. Если раньше, применительно к евро, решался вопрос о взаимодействии двух ключевых валют, то теперь главной темой стала многополярность.

Валюты развивающихся стран значительно уступают валютам развитых стран с точки зрения роли, которую они играют на мировых финансовых рынках. Это связано с общей неразвитостью местных финансовых рынков.

Распространено мнение, согласно которому интернациона-

⁸⁰ Ma G. and Villar A. Internationalisation of emerging market currencies. In: The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets. Bank for International Settlements. BIS Papers, no 78. August 2014. P. 71-88.

лизация валют развивающихся стран может и должна начинаться именно с фондового рынка, а не с рынка долговых обязательств. Смысл состоит в том, что их фондовые рынки вдвое превосходят по своим размерам рынки долговых инструментов. Почти четверть компаний, акции которых котируются на глобальных рынках, входят в листинг бирж, расположенных в странах с формирующимися рынками. На данные рынки приходится около 24% капитала, вновь привлечённого посредством первичного публичного размещения акций (IPO). Отсюда следует вывод: «если валютам стран с формирующимися рынками предстоит играть большую международную роль, то это, вероятно, сначала произойдёт на фондовых рынках..., а уже потом – на международных рынках долговых обязательств»⁸¹.

Однако встав на путь интернационализации своей валюты, страны с формирующимися рынками сталкиваются с несравненно большими рисками, чем развитые государства с устоявшимися рыночными структурами. Эти риски угрожают как валютному, так и фондовому рынку.

Либерализация движения капиталов может вызывать в них побочный эффект в виде чрезмерного притока капиталов в периоды благоприятной конъюнктуры и резкого оттока с первыми признаками кризиса. Интенсивный приток капитала обусловлен высокой ожидаемой доходностью вложений. Он в свою очередь вызывает переоценку местной валюты и способствует возникновению пузырей на фондовом рынке. Когда ситуация в экономике ухудшается, иностранные инвесторы начинают массово выводить средства из местных активов, курс местной валюты идёт вниз, фондовый рынок проседает, а процентные ставки резко растут⁸². Как раз такой сценарий был реализован в странах Юго-Восточной Азии в ходе финансового кризиса 1997 г.

⁸¹ Thimann C. Global roles of currencies. ECB Working paper series, no 1031, March 2009. P. 14.

⁸² Kyungsoo Kim and Young Kyung Suh. Dealing with the benefits and costs of internationalisation of the Korean won. In: Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 19-20 March 2009. Monetary and Economic Department. December 2011. BIS Papers, No 61. P. 163.

Принимая во внимание данные риски, центральные банки развивающихся стран крайне осторожно идут на снятие валютного контроля и допуск нерезидентов на местные финансовые рынки. В отличие от развитых экономик, которые, как уже отмечалось, имеют один главный ориентир монетарной политики – ценовую стабильность, денежные власти развивающихся стран должны балансировать между двумя целями. Им приходится держать под контролем и инфляцию, и динамику обменного курса. Между этими двумя целями возникает своего рода порочный круг. Используя язык экономической теории, можно говорить об автоматическом дестабилизаторе экономики.

В периоды благоприятной конъюнктуры иностранные инвесторы, соблазненные повышенной доходностью на развивающихся рынках, активно вкладывают капиталы в местные активы. Таким образом они создают дополнительный спрос на местную валюту. В результате – скачкообразный рост в показателях её международного использования и капитализации фондового рынка. Определить, в какой мере этот сдвиг обусловлен фундаментальными макроэкономическими процессами (т.е. очистить показатели роста от спекулятивной составляющей), бывает довольно трудно. Повышение спроса на валюту со стороны нерезидентов вызывает её укрепление, мало связанное с происходящим в национальном хозяйстве. Такое укрепление в свою очередь становится магнитом для спекулянтов всех уровней – от банков и фондов до домохозяйств. Вкладывать средства в местную валюту становится выгодно, отсюда происходит дальнейшее перераспределение денежной массы в пользу местных денег. Интернационализация, вернее её статистические показатели, снова растут. Картина выглядит более чем благоприятной.

Как только на рынке возникают первые признаки перегрева экономики, срабатывает обратная схема. Нерезиденты начинают выводить средства из местной валюты, опасаясь её обесценения. Действие быстро приобретает массовый характер. В итоге местная валюта обесценивается, фондовый рынок сжимается, а власти получают проблему в виде системных неплатежей и грандиозной задолженности – как корпоративной, так и государственной. Это ухудшает соответствующие показатели интер-

национализации валюты, доверие к ней падает. На его восстановление уходят годы.

Важно отметить, что сигналы неблагополучия могут поступать не только с местных рынков, но и иметь целиком или частично внешнее происхождение. Например, в 2008–2010 гг. сжатие ликвидности в еврозоне произошло не вследствие внутренних проблем, а из-за того, что американские банки столкнулись с нехваткой средств и перестали кредитовать своих европейских партнёров. Аналогичным образом валютный кризис в Швеции 1992 г. разразился на фоне стабильной экономической ситуации в стране. Он стал отголоском кризиса Европейской валютной системы: инвесторы опасались, что механизм взаимной привязки курсов стран ЕЭС не выдержит давления рынков, и потому стали выводить средства из всех попавших под подозрение стран. Швеция оказалась в их числе. Таким же образом невинными жертвами общей глобальной финансовой нестабильности стали в 1997 г. страны Юго-Восточной Азии, хотя у многих из них макроэкономическая ситуация не давала никаких оснований для бегства капиталов.

В 1998 г. кризис распространился на российский рынок, также показывавший быстрый рост в предыдущие годы. Вслед за этим произошло снижение курсов всех валют стран СНГ. Каждая из них поплатилась за недавний интерес иностранных инвесторов резким падением официальных резервов и подрывом доверия к национальной денежной единице.

О повторении данного сценария в ходе мирового финансового кризиса 2008–2010 гг. пишут южнокорейские авторы. «После начала кризиса субстандартного ипотечного кредитования иностранцы ликвидировали значительную часть своих вложений в корейские фондовые активы, зарубежная квота в их общей стоимости понизилась с 45 до 26%. Интернационализация валюты может приводить к тому, что спекулянты получают больше инструментов, которые могут использоваться в спекулятивных атаках на валюту. Например, после того, как иностранные инвесторы намеренно привлекают средства путём выпуска долговых обязательств или занимают короткую позицию в национальной валюте, они могут продавать местную валюту с целью

оказания понижительного давления на её курс. Когда валюта обесценится, они получат огромную прибыль от уменьшения стоимости долга»⁸³.

Взаимосвязь размеров экономики и фондового рынка

Известно, что степень развития национального фондового рынка той или иной страны зависит не только от размера её экономики, но и от сложившейся модели финансирования бизнеса. Если в США основным инструментом финансирования выступают корпоративные ценные бумаги – акции и облигации, то в Европе традиционно высока доля банковских займов. По итогам последнего предкризисного 2007 г., отношение объёма банковских кредитов к ВВП составляло в еврозоне 115%, а в США – 48%. Зато капитализация фондового рынка равнялась в еврозоне 74% ВВП, а в США – 95% ВВП. Эксперты ожидали, что после окончания кризиса новое равновесие на рынке финансовых инструментов будет иным по своей структуре, чем до кризиса. Выявившаяся малая надёжность сложных финансовых инструментов могла повысить привлекательность традиционного источника финансирования – банковских займов. В то же время, происходящее в развитых странах усиление банковского надзора могло, напротив, усложнить получение компаниями банковских кредитов и, следовательно, повысить их интерес к размещению ценных бумаг. Подобные сдвиги закономерно отражаются на структуре рынков ведущих финансовых центров, соответственно, на международном использовании национальных валют стран их базирования⁸⁴.

На этом фоне возникает вопрос о том, как модели рыночной экономики и степень экономического развития страны влия-

⁸³ Yung Chul Park and Kwanho Shin. Internationalisation of currency in East Asia: implications for regional monetary and financial cooperation. In: Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 19-20 March 2009. December 2011. BIS Papers, No 61. P. 185.

⁸⁴ Moss F. The euro: internationalised at birth. In: Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 19-20 March 2009. Monetary and Economic Department. December 2011. BIS Papers, No 61. P. 70.

ют на взаимосвязь между объёмом национального ВВП и местного фондового рынка. Полезно выяснить две характеристики этой взаимосвязи: 1) стандартное (или наиболее распространённое) отношение капитализации к ВВП и 2) наличие или отсутствие линейной динамики. Другими словами, следует ли ожидать, что по мере роста российского ВВП объём капитализации будет расти в той же мере, повышая привлекательность российских фондовых активов для нерезидентов и, таким образом, способствуя расширению международных функций рубля. Для ответа на него проведём анализ данных, регулярно публикуемых МВФ в «Докладах о финансовой стабильности». Предложенная ниже выборка (таб. 3) включает данные за 2013 г. по всему миру, отдельным развитым странам, а также по группе стран с формирующимися рынками (emerging markets).

Таблица 3

Капитализация фондового рынка и объём ВВП стран и регионов мира в 2013 г., млрд долл.

Регион/страна	ВВП (1)	Капитализация фондового рынка (2)	Отношение капитализации к ВВП, %
Всего мир	75470,9	62552,0	82,9
В том числе:			
США	16768,1	22280,7	132,9
Япония	4919,6	4599,3	93,5
Формирующиеся рынки	29104,8	7984,4	27,4
Евросоюз	16705,2	12646,3	75,7
Швеция	579,5	751,3	129,6
Великобритания	2680,1	4035,4	150,6
Страны еврозоны:			
Австрия	428,5	121,8	28,4
Бельгия	525,0	366,7	69,8
Дания	335,9	320,4	95,4
Финляндия	268,3	218,1	81,3
Франция	2807,3	2140,1	76,2
Германия	3731,4	2030,4	54,4
Греция	242,3	82,6	34,1
Ирландия	232,2	168,1	72,4
Италия	2137,6	631,1	29,5
Люксембург	60,2	78,6	130,6
Нидерланды	853,8	818,6	95,9
Португалия	225,0	85,9	38,2
Испания	1393,5	774,8	55,6

Источник: IMF, Global Financial Stability Report, 2016. Table 1 Capital Market Size. Selected Indicators.

В таблице содержатся данные по ВВП и капитализации фондового рынка. В названном источнике не рассчитано их соотношения и отсутствуют комментарии. Соответствующую статистику по России, отдельным странам ЕАЭС и Центральной и Восточной Европы не публикуют в данной серии докладов, вероятно, по причине их малой доступности или трудностей сравнения методологии. Поэтому выводы относительно того, как развитие фондового рынка может в дальнейшем зависеть от динамики национального ВВП, предстоит сделать на основе аналогий с другими странами.

Капитализация мирового фондового рынка приближалась по своей величине в 2013 г. к объёму мирового ВВП, их соотношение составляло чуть более 80%. Однако эта средняя цифра получена на основе существенно различающихся данных по отдельным странам, которые можно объединить в группы. К первой группе относятся США, имеющие самый обширный в мире фондовый рынок (с капитализацией свыше 22 трлн долл.), а также Великобритания, Люксембург и Швеция. Во всех этих странах отношение капитализации к ВВП составляло свыше 100% (от 130 до 150%). Наивысший показатель присущ Великобритании, где расположен крупнейший мировой финансовый центр.

Следом с видимым отрывом идут Япония, Дания, Нидерланды, Финляндия, Франция, Бельгия и Ирландия. У каждой из них отношение капитализации к ВВП составляет от 70 до 96%. Примечательно, что в данную категорию входят как страны с ключевыми валютами (евро и японская иена), так и Дания, чья денежная единица едва перешагнула рубеж, отделяющий внутренние валюты от международных. Интересен случай Ирландии и Финляндии, которые до введения евро имели малоинтересные нерезидентам национальные валюты, но бурный экономический и технологический рост привлёк на их фондовые рынки инвесторов из-за рубежа.

Следующая, третья категория состоит всего из двух весьма непохожих стран – Германии и Испании. Отношение капитализации к ВВП составляет у них около 55%. Анализ того, каким образом возникло данное совпадение, не входит в содержание

данной главы. Обратим внимание лишь на то, что отставание этих стран от предыдущей, второй группы весьма существен.

На самом низком уровне в еврозоне находятся Португалия, Италия, Греция и Австрия. Притом, что эти страны имеют разные показатели ВВП на душу населения и разные, особенно в случае Австрии, модели рыночной экономики. Тем не менее, их фондовые рынки существенно отстают по степени развития от фондовых рынков стран-партнёров по Евросоюзу. Отношение капитализации к ВВП здесь находится на уровне 30-40%.

Близкий показатель (27%) характерен для группы стран с формирующимися рынками, куда входит ряд государств Азии, Латинской Америки и Карибского бассейна, Африка, а также отдельные страны Европы. В Китае отношение капитализации фондового рынка к ВВП – чуть более 40%, почти такое же (44%) это соотношение в странах Ближнего Востока и Северной Африки. В регионе Латинской Америки и Карибского бассейна и Африки южнее Сахары оно не достигает уровня в 15%, а в развивающихся странах Европы едва приблизилось к 20%.

Хотя отношение капитализации к ВВП постепенно меняется в масштабах всего мира, можно с уверенностью говорить о его относительной устойчивости в отдельных группах стран. В целом в богатых странах оно выше, чем в бедных. Следовательно, по мере роста ВВП капитализация фондового рынка растёт в относительно бедных странах медленнее, чем в богатых. Если в богатых странах единица прироста ВВП может давать от 0,7 до 1,5 единиц прироста капитализации фондового рынка, то в бедных странах прирост составляет около 0,3. То есть, угол наклона траектории роста ВВП оказывается бóльшим, чем угол наклона траектории роста фондового рынка.

Для России и стран ЕАЭС это означает, что вклад фондового рынка в повышение степени интернационализации валюты может быть значительно меньшим, чем в промышленно-развитых странах. При этом риски либерализации движения капиталов оказываются заметно более высокими как для состояния фондовых рынков, так и для стабильности национальной валюты.

ГЛАВА 4. КУРС РУБЛЯ И СТРУКТУРНАЯ ПЕРЕСТРОЙКА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Иностранные инвестиции в России: закономерности и противоречия

В России практически с самого начала реформ 1990-х гг. значительный акцент делался на необходимости привлечения капиталовложений из-за рубежа и создания для этого благоприятного инвестиционного климата внутри страны. Потребность в иностранных инвестициях объяснялась, прежде всего, дефицитом длинных денег на внутреннем рынке капиталов и стремлением вовлечь в развитие отечественной экономики наиболее успешных представителей зарубежного бизнеса, способных принести в РФ передовые технологии.

Для создания привлекательного инвестиционного климата российские власти последовательно пытались удовлетворить соответствующие требования западных партнёров, наиболее важными из которых были: отмена валютного контроля и полная либерализация трансграничных капитальных операций. Хотя, как показала практика, валютные ограничения и несформированный инвестиционный климат несколько не мешали наиболее целеустремлённым инвесторам ещё в начале 1990-х гг. приобретать полностью или в форме долевого участия российские предприятия, занятые добычей полезных ископаемых, ибо масштабная приватизация и парад суверенитетов субъектов РФ создали предпосылки для доступа к самому ценному, чем, с точки зрения Запада, располагает наша страна. В это время Россия получила наиболее значительную часть прямых зарубежных инвестиций.

Когда самые привлекательные из доступных отечественных активов получили своих новых владельцев, и стало ясно, что дальнейший передел собственности будет делом сложным, иностранные партнёры сделали акцент на либерализации правил игры на рынке и повышении прозрачности крупных отечественных компаний. Эти меры были призваны повысить шансы иностранных инвесторов на вхождение в состав их собственников, пусть даже в качестве миноритариев. Процесс шёл сложно, а

потому в притоке капиталов из-за рубежа постепенно на первый план стали выходить другие направления.

Во-первых, спекулятивные операции на российском валютном рынке и рынке ценных бумаг, которые, как и большинство подобных площадок в других развивающихся странах, характеризуются высокой волатильностью и достаточно легко реагируют на различные информационные вбросы и иные способы влияния, чтобы обеспечить скачкообразный рост или падение котировок тех или иных активов.

Во-вторых, кредитование российского бизнеса (под закупки импортных товаров и займы на срок от 180 дней). Значительной поддержкой для этого стало принятие на вооружение российским правительством политики сжатия внутреннего денежного предложения в угоду борьбе с инфляцией и накоплению резервных фондов на случай критического снижения мировых цен на основные товары российского экспорта. Банк России практически отказался от традиционной для центральных банков функции кредитора последней инстанции, отдав задачу финансирования роста отечественной экономики на откуп частному иностранному капиталу.

В этих условиях реальными свободными средствами на рынке обладали только крупнейшие российские компании-экспортеры сырья. Банки, не имеющие поддержки подобных компаний, были вынуждены активно привлекать средства населения, включаясь в раскручивание маховика процентных ставок по депозитам. Многие из них из-за следования данной стратегии на определенном этапе своей деятельности, когда объём притока средств по тем или иным причинам сокращался, сталкивались с серьёзными проблемами («дырами» в балансах) и либо уходили с рынка сразу, либо предпринимали попытки закрыть разрывы за счёт сомнительных операций, из-за чего позднее теряли свои лицензии.

Структура российской экономики: поиск баланса

В итоге в РФ сложилась весьма специфическая экономическая структура, основанная на интегрированных компаниях, занятых добычей и экспортом сырья за рубеж. Причём речь идёт не о традиционной для развитых экономик непрерывной цепоч-

ке от добычи сырья до получения готовой продукции, где на промежуточных стадиях отсутствует необоснованный рост цен. В России важнейшую роль играет интеграция с государством, ведь мировые цены на сырьё волатильны, и без финансовой поддержки государственных структур таким компаниям сложно преодолевать кризисные периоды.

Доказательством этой гипотезы стали действия российского правительства по поддержке системообразующих отечественных предприятий и банков в ходе кризиса 2008–2009 гг. Тогда миллиарды рублей из резервов были потрачены на то, чтобы предотвратить банкротства или утрату заложенных на Западе акций и иных активов этих российских компаний. То есть, государство в итоге всё-таки предоставило отечественному бизнесу (точнее, его привилегированной части) денежные ресурсы, которые ранее из-за их дефицита и дороговизны на внутреннем рынке российские компании были вынуждены искать за рубежом. Но средства эти пошли не на развитие производств и инноваций внутри страны, а на погашение долгов перед иностранными кредиторами. В итоге, часть резервов, накопленных за счёт высоких мировых цен на сырьё, вернулись на Запад, да ещё и с процентом.

Напрашивается очевидный вывод о том, что вектор отечественной денежно-кредитной политики надо менять. Но об этом, к сожалению, речь пока не идёт, как и об использовании успешного опыта нашего крупнейшего партнёра в Азии – Китая. Там, вместо повальной приватизации и либерализации, государство предпочло сохранить за собой роль ключевого игрока в экономике. Наиболее осязаемым и, пожалуй, наиболее одиозным с точки зрения партнёров из развитых стран проявлением этого подхода является «нерыночное» регулирование курса китайского юаня, которое, по мнению США, создаёт колоссальные диспропорции в торговле между ними и КНР в пользу последнего. В ответ на эту критику представитель МИД Китая в одном из интервью заявил: «Поддержание регулируемого плавающего курса юаня – базовая политика Китая. Этот механизм отвечает долгосрочным коренным интересам страны»⁸⁵.

⁸⁵ МИД Китая: поддержание регулируемого плавающего курса юаня отвечает

Аналогичный жёсткий ответ на критику действий России до недавнего времени сложно было бы себе представить. Но события на Украине и введённые США и ЕС санкции против РФ объективно заставили задуматься о необходимости смены приоритетов. В политической сфере это уже происходит: наша страна всё больше разворачивается на Восток. В экономике данный тренд также прослеживается. Но в целом ситуация в этой сфере несколько иная: перспективы её улучшения видятся менее чётко. России удалось договориться с Китаем о крупномасштабных проектах в области добычи и транспортировки российского сырья. Но ключевые основы российской экономической политики, определяющие её уязвимость, остаются неизменными. И это при том, что за свою относительно короткую новейшую историю Россия уже как минимум три раза сталкивалась с наглядными проявлениями этой уязвимости.

Так, из-за возникшего в 1998 г. кризиса в Юго-Восточной Азии и резкого снижения мировых цен на топливно-энергетическое сырьё, разразился кризис российской экономики, рубль обесценился более чем втрое. В 2008 г., когда весь мир пытался справиться с экономическими проблемами, возникшими из-за зародившегося в США мирового финансового кризиса, девальвация рубля составила более 50%. В 2014 г. вследствие действия множества факторов, среди которых наиболее очевидны антироссийские санкции и резкое падение мировых цен на нефть, курс отечественной валюты упал в среднем в два раза, а на пике – практически в три раза. В результате, российская валюта за полтора десятилетия обесценилась почти в 10 раз.

Трансграничное движение капиталов и курс российского рубля

Согласно статистике ЦБ РФ, в 2014 г. имел место рекордный отток капиталов из России – 151,5 млрд долл. Это в 2,5 раза больше, чем в 2013 г. (63 млрд долл.) и больше печального рекорда 2008 г. (133,6 млрд долл.). Особенно высоки темпы оттока были в 4-м квартале 2014 г. (72,9 млрд долл.)⁸⁶, на фоне исто-

долгосрочным интересам страны. Банки.Ру. URL: <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=2676577&r1=rss&r2=novoteka>. Дата обращения: 15.05.2017.

⁸⁶ ЦБ РФ. Платёжный баланс РФ за 2014 г. URL: <http://cbr.ru/statistics/print.aspx?>

рического отказа ЦБ РФ от поддержания валютного коридора. Ситуация ухудшилась ещё и потому, что в 2014 г. отечественные компании должны были выплатить почти 180 млрд долл. иностранным кредиторам. И хотя часть долга была покрыта за счёт экспортной выручки, чистый отток из банковского и корпоративного секторов страны всё равно составил 130 млрд долл. Причём 20 млрд из этой суммы были покрыты ЦБ РФ, который впервые за свою историю применил механизм предоставления валютной ликвидности финансовым учреждениям на возвратной основе, дабы помочь банкам и компаниям выплачивать их внешние долги. За этими сделками РЕПО как раз и прослеживается упомянутая выше роль ЦБ РФ как кредитора последней инстанции.

Но даже несмотря на это, в декабре 2014 г. ситуация вышла из-под контроля: запоздалая реакция регулятора на обесценение рубля не смогла помешать быстрому росту спроса корпоративного сектора и населения на валюту, что в свою очередь ещё больше усилило отток капитала. Внесли свою лепту и валютные спекулянты на бирже – коэффициент корреляции между динамикой курса рубля к доллару и объёмами торгов на единой торговой сессии, по расчётам автора, в декабре 2014 г. достиг 0,7. В итоге, отток капитала и падение курса рубля, подстёгивая друг друга, нанесли серьёзный удар не только по российской экономике, но и по доверию к ней со стороны долгосрочных зарубежных инвесторов, которое и так было подорвано из-за санкций.

Нельзя не отметить, что сокращение рефинансирования для крупнейших российских банков и корпораций на мировых финансовых рынках, а также антикризисная деятельность ЦБ формально улучшили финансовое положение страны в одном отношении – сократили совокупный внешний долг России. Несмотря на ухудшение экономической ситуации в стране, внешняя задолженность РФ впервые за много лет уменьшилась. По данным ЦБ РФ, совокупный внешний долг России на 1 января 2015 г. составил примерно 600 млрд долл., снизившись на 17,7% в сравнении с 2013 г. При этом долги органов государственного управ-

ления зарубежным кредиторам уменьшились на 32,8% – до 41,5 млрд долл. Банковская система РФ сократила свои внешние долги на 20,2% – до 171,1 млрд долл., отечественные предприятия и организации – на 13,8% (до 376,5 млрд долл.)⁸⁷.

Однако такое снижение было обеспечено за счёт государственных валютных резервов: совокупный внешний долг России в 2014 г. снизился на 129,4 млрд долл., практически на ту же сумму – с 509,6 до 386,2 млрд долл. (на 24%) – сократился объём золотовалютных резервов РФ. Получается, в 2014 г. произошло примерно то же, что имело место и в 2008 г. Государство вновь расплатилось накопленной валютой с иностранными кредиторами по долгам отечественных банков и корпораций.

Но этим всё не ограничивалось. Необходимо принять в расчёт продажи валюты, которые по требованию руководства страны в 2014 г. осуществили крупнейшие российские компании. В частности, одна только «Роснефть» за год продала на валютном рынке страны около 93 млрд долл.⁸⁸ Для сравнения, интервенции ЦБ РФ по итогам 2014 г. составили примерно 76,1 млрд долл. и 5,4 млрд евро⁸⁹. Получается, реальные валютные потери российской экономики в 2014 г. были гораздо выше. Соответственно, неизмеримо выше и доходы тех, кто заработал на обесценении рубля.

Даже если вынести за скобки возможную криминальную составляющую описанной ситуации, нельзя не признать, что, допустив очередное обвальное падение курса рубля, Россия нанесла ещё один удар по привлекательности долгосрочных производственных проектов на своей территории. Зачем иностранцам вкладывать деньги «в долгую» и терпеть все изъятия регулирования предпринимательской деятельности на территории РФ, если с периодичностью раз в 7-10 лет наша страна предоставляет великолепную возможность заработать недостижимую в обычной хозяйственной деятельности прибыль. А в проме-

⁸⁷ ЦБ РФ. Внешний долг РФ. URL: http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/debt_new.xlsx. Дата обращения: 15.05.2017.

⁸⁸ Роснефть продала в 2014 г. \$93 млрд долл. на валютном рынке РФ. URL: <http://www.interfax.ru/business/422063>. Дата обращения: 15.05.2017.

⁸⁹ Банк России в прошлом году продал \$76,1 млрд долл. и 5,4 млрд евро. URL: <http://www.interfax.ru/business/417256>. Дата обращения: 15.05.2017.

жутках между этими всплесками, иностранные инвесторы-кредиторы могут получать арбитражный и комиссионный доход, который согласно ряду оценок достигает 25-30 млрд долл. ежегодно⁹⁰. И это не считая того, что российские компании и банки берут кредиты за границей, по сути, из общего финансового пула западного мира, в который наша страна регулярно вносит существенный вклад, размещая значительную часть своих резервов в низкодоходных государственных облигациях развитых стран, прежде всего, США.

И всё это – благодаря многолетней ставке российского правительства на сжатие рублёвой массы во внутреннем обращении. Сложно объяснить, почему столь парадоксальная ситуация сохраняется до сих пор. Может быть, дело в том, что за каждое падение курса национальной валюты на фоне массивного оттока капиталов из страны расплачиваются в конечном итоге не банки и корпорации, и даже не государство, а простые россияне. Конечно, формально никто не заставляет граждан поддаваться панике и предъявлять повышенный спрос на наличную валюту, толкая курс рубля дальше вниз. Но, с другой стороны, на протяжении всей новейшей российской истории едва ли не самой распространённой формой участия населения в экономической жизни страны были именно попытки сохранить свои сбережения. И каждый раз, когда волна паники достигала своего пика, представители наших финансовых властей неизменно обвиняли в этом «несознательное» население страны.

Западные санкции – надежда российской экономики?

Вот уже несколько лет российская экономика живёт в условиях западных санкций, которые, наряду с резким падением мировых цен на нефть, с тех пор неоднократно служили «официальной причиной» снижения курса российского рубля. При этом, несмотря на попытки финансовых властей страны «объяснить»⁹¹ её гражданам, что теперь их должен волновать не обменный курс рубля, а темпы инфляции, рост внутренних цен,

⁹⁰ Гусев К.Н. Россия и ЕС: особенности экономических отношений в современных условиях. Банковское дело №2, 2015. С. 30.

⁹¹ Набиуллина: курс рубля неважен для россиян. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/65414>. Дата обращения: 15.05.2017.

под внешними шоками большинство россиян до сих пор понимают события, которые приводят к новым падениям курса рубля⁹².

И проблема – не в досадной неспособности наших граждан отучиться пересчитывать свою заработную плату в доллары, она состоит в том, что за годы санкций отечественная экономика пока не предложила потребителям качественные товары по ценам, адекватным реальным доходам россиян. Отечественные аналоги появляются, но их цены чаще всего не ниже прежних импортных. Причин для этого как минимум три: низкая эффективность отечественных производств (высокие затраты на начальном этапе инвестирования, малые объёмы выпуска, недостаточное качество), использование импортных компонентов за неимением соответствующих поставщиков на внутреннем рынке и отсутствие зарубежных конкурентов в заданном ценовом сегменте.

Все эти обстоятельства толкают цены на российские аналоги вверх вслед за снижением курса рубля, повышающего планку, на которой находятся цены импортных товаров. В результате, сегодня уже никого не удивит тем, что, к примеру, продукты питания отечественного производства стоят лишь немногим дешевле их импортных конкурентов, а цены на новую Лада Веста стартуют от полумиллиона рублей. О каком самофинансировании импортозамещающих производств может идти речь, если доходы большинства граждан страны, многие из которых в условиях кризиса пополнили ряды явных или скрытых безработных, в номинальном выражении остались в лучшем случае на прежнем уровне? В итоге россияне вынуждены снижать свой уровень потребления (читай, уровень жизни) сразу по двум направлениям: по качеству товаров и их количеству в потребительской корзине. Это подтверждают и предварительные данные официальной статистики, согласно которой среди основных видов импортозамещающих пищевых продуктов рост выпуска в 2016 г. по сравнению с предсанкционным 2013 г. наблюдался

⁹² Одним из таких шоков, безусловно, были и остаются спекулятивные трансграничные перетоки капитала, происходящие вне поля зрения рядовых граждан.

только по свинине парной (52%), свинине замороженной (74%), мясу домашней птицы (24%) и сыру (38%). В остальных сферах, обеспечивающих ключевые компоненты потребительской корзины (говядина, рыба, молоко и т.п.), объёмы производства были всё ещё ниже уровня 2013 г.⁹³

Эти данные отражают продиктованные снижением реальных доходов изменения в структуре потребления граждан в пользу менее дорогостоящих товаров (свинина, птица). Исключением является местное производство сыров, которое, благодаря санкциям, действительно довольно успешно развивается. Доступ качественных импортных аналогов на российский рынок в этом сегменте сильно затруднён, что позволяет поддерживать цены на отечественную продукцию на весьма высоком уровне. Эти цены пока не соответствуют реальному качеству производимой продукции, но позволяют пионерам отрасли развиваться и преодолевать порог самокупаемости. По всей вероятности, такая схема будет иметь место во всех сферах импортозамещения, которые в конечном итоге будут признаны успешными. При этом понятно, что основная нагрузка по поддержке таких производств ложится не на государство, которое формально всячески поощряет импортозамещение, а на конечных потребителей, которые вынуждены оплачивать товары по завышенным ценам.

На этом фоне государство пробует себя в реализации кейнсианских идей, вкладывая значительные средства в инфраструктурные проекты (чего стоят только масштабные реконструкции центральных улиц Москвы, строительство мостов, олимпийских сооружений и т.д.). Замысел понятен – создавая новые рабочие места, государство рассчитывает стимулировать потребительский спрос, которого сейчас не хватает в стране. Но как быть с тем, что многие рабочие, занятые на этих проектах, не являются гражданами России и, соответственно, конвертируют полученные за работу рубли в доллары, чтобы переслать своим семьям на родину? Получается, что наряду со стимулированием внутреннего потребительского спроса, создаётся новый фактор

⁹³ Росстат. Производство основных видов импортозамещающих пищевых продуктов в РФ. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/import-zam/1-1.xls. Дата обращения: 15.05.2017.

давления на национальную валюту. И виной тому пресловутая экономическая выгода, которая «заставляет» подрядчиков набирать на работу в указанных проектах иностранных исполнителей, приехавших в нашу страну на заработки (чаще всего без семей) и согласных трудиться за существенно более низкий уровень оплаты, чем россияне, которым на те же деньги необходимо содержать не только себя, но и семью в условиях нового уровня цен.

Как и многие полезные идеи прошлого, сегодняшние благие намерения нередко разбиваются о неспособность целенаправленно доводить их до конечной практической реализации. На какой-то стадии всегда находится причина снова сделать всё по принципу «хотели, как лучше, а получилось, как всегда». При этом каждое следующее поколение экономических властей неизменно сетует на ошибки предшественников и отсутствие квалифицированных исполнителей «на местах», которые вновь и вновь вынуждают государство отдавать свои нововведения на откуп «рынку», чтобы в очередной раз убедиться, что национальные интересы и частная выгода – это разнонаправленные понятия.

Это же противоречие обнажают и западные санкции, формально введённые против отдельных российских структур, имеющих отношение к политической элите страны, ответственной, по мнению США и их союзников, за присоединение Крыма к РФ и кризис на Украине, но на практике отрицательно влияющие на уровень жизни прежде всего простых россиян. Подобное перераспределение нагрузки стало возможно, не в последнюю очередь, благодаря историческому решению отечественных финансовых властей в 2014 г. отпустить рубль в свободное плавание. Поддерживая рублёвый объём выручки от экспорта падающей в цене нефти за счёт ослабления национальной валюты и, тем самым, балансируя бюджет в номинальном выражении, государство сокращает реальную покупательскую способность тех, кто является адресатом его социальных и иных выплат, а также практически всех граждан РФ, получающих, согласно законодательству, заработную плату в рублях.

Девальвация не раз использовались в истории СССР и РФ,

но теперь она происходит под «научно обоснованным» предлогом «излечения» России от «голландской болезни»⁹⁴, условия для которого сложились «благодаря» западным санкциям. То есть, за избавление одного из потенциально богатейших государств мира от нефтяной зависимости платят его же собственные граждане. Жертвовать собой ради Родины россиянам не привыкать, но смущает не менее привычный подход отечественных финансовых властей, которые уже в июне 2016 г. победоносно рапортовали, что «жесткой прямой зависимости нефти и курса» рубля больше нет⁹⁵. Простой статистический анализ не подтверждает это заявление.

Во-первых, строго говоря, прямой зависимости никогда и не было, она всегда была обратной. Во-вторых, коэффициент корреляции абсолютных значений еженедельных цен на нефть и курса рубля с апреля 2009 г. по апрель 2017 г. равен -0,83. А с ноября 2014 г., когда ЦБ отменил валютный коридор, уже - 0,93.⁹⁶ То есть из традиционно высокой (по модулю) корреляция в последние годы превращается в практически полную. В-третьих, подтверждает усиление корреляции и анализ рядов еженедельных процентных изменений цены на нефть и курса рубля: с апреля 2009 г. по апрель 2017 г. этот показатель равен -0,52, а с ноября 2014 г. - -0,57. Иными словами, обратная зависимость усиливается и в относительном выражении: всё меньше ситуаций, когда цена на нефть и курс рубля могут в рамках одной недели изменяться в одном направлении (т.е. одновременно расти или одновременно снижаться).

Теоретически, высокая корреляция не всегда означает зависимость одного параметра от другого, речь может идти о том, что они оба одинаково сильно (в нашем случае, с противоположными знаками) зависят от третьих факторов. И практическую ценность более глубокой оценки подобных причинно-следст-

⁹⁴ Минфин сообщил об избавлении России от нефтяного проклятия. URL: <https://lenta.ru/news/2016/03/24/oildisease/>. Дата обращения: 15.05.2017.

⁹⁵ Силуанов А.Г.: рубль больше не зависит от нефти. URL: <http://topnewsrus-sia.ru/siluanov-rubl-bolshe-ne-zavisit-ot-nefti/>. Дата обращения: 15.05.2017.

⁹⁶ Рассчитано автором по: Investing.com. Данные по курсу рубля и ценам на нефть марки Brent. URL: <http://ru.investing.com/currencies/usd-rub-historical-data> и URL: <http://ru.investing.com/commodities/brent-oil-historical-data>. Дата обращения: 15.05.2017.

венных связей игнорировать, безусловно, нельзя. Но важно помнить, что фундаментальный анализ играет подчинённую роль в ежедневной работе трейдеров на товарных и финансовых рынках. Их основное внимание приковано к ключевым событиям, которые исторически оказывали то или иное воздействие на цены торгуемых ими активов. Такие события чаще всего находятся на поверхности информационного поля (решения центральных банков по ставкам рефинансирования, статистические отчёты по основным показателям экономической деятельности, доклады о росте или снижении добычи, урожайности и т.п.). Непосредственное влияние изменений мировой цены на нефть на курсы валют нефтедобывающих стран в этом смысле давно доказано и неизменно служит одним из факторов при принятии решений о повышении или снижении валютных котировок.

Россия пока не нашла, чем заменить экспорт нефти и газа в качестве важнейших источников доходной части бюджета. Вероятно, трёх лет санкций для решения этой задачи не достаточно. Надо рассчитывать на более длительную перспективу. Кроме того, говоря о зависимости от мировых цен на энергоресурсы как об одной из важных особенностей российской экономики, влияющих на её восприимчивость к внешним шокам, необходимо понимать, что эта зависимость является лишь частью более масштабного явления, связанного с дефицитом собственных средств как таковых. В этой связи любопытную мысль высказал на заседании Учёного совета Института Европы РАН посол Итальянской Республики в РФ г-н Рагальни. На вопрос о перспективах освобождения Европы от зависимости от российских энергоресурсов он ответил репликой, суть которой такова: если посмотреть на ситуацию под другим углом зрения, то получается, что Европа экспортирует свои валютные ресурсы в Россию, поскольку та не может генерировать их в достаточном объёме иными способами.

Выше уже упоминалась многолетняя ставка российских финансовых властей на сжатие денежной массы, продиктованное стремлением идти в фарватере монетаризма. Три года назад к этому искусственно организованному дефициту ликвидности добавился и серьёзно осложнённый санкциями доступ к дешёво-

му по российским меркам заимствованию на зарубежных рынках. В этих условиях зависимость экономики страны от притока и оттока капиталов не могла не усилиться. А поскольку исторически весьма значительную роль в этих потоках играют краткосрочные кредитные средства, то речь идёт о возросшей зависимости от трансграничных перемещений спекулятивных денег, которые благодаря современным средствам коммуникаций способны «сменить» несколько гражданств за один день.

Говоря об отличительных особенностях российской экономики, нельзя не упомянуть и отмеченное выше отношение государства к собственному населению как к возобновляемому ресурсу, способному с определённой периодичностью расплачиваться качеством своей жизни за «несовершенство» структуры и механизмов управления национальной экономикой. Иными словами, регулярные, «плавные и не очень», девальвации рубля по своему масштабу стоят в одном ряду с такими явлениями, как внешние заимствования и экспорт сырья. Эти «особенности» формируют финансовую основу функционирования современного российского государства на фоне умышленно сдержанного отношения к эмиссии национальной валюты как к источнику финансирования отечественной экономики.

Анализ международной инвестиционной позиции РФ

Здесь необходимо ещё раз вернуться к важной составляющей этой конструкции – иностранным инвестициям и обратить внимание на любопытные результаты, которые даёт анализ динамики международной инвестиционной позиции РФ в 2008–2016 гг.⁹⁷

Первое, что надо отметить – до конца 2015 г. включительно имело место ежегодное (за вычетом 2008 г.) примерное равенство размеров накопленных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и официальных валютных резервов. Ещё более интересно, что до конца 2015 г. ключевые компоненты обоих показателей (иностранное участие в капитале российских компаний и российские вложения в иностранные долгосрочные долговые

⁹⁷ Рассчитано автором на основе данных ЦБ РФ. Статистика внешнего сектора. URL: http://cbr.ru/statistics/?PrId=svs#QA_Par_47562. Дата обращения: 15.05.2017.

ценные бумаги) были примерно равны (чуть более 200 млрд долл.) и составляли порядка 60% агрегатов, в которые входили. В качественном выражении это означало, что сумму, эквивалентную размеру наиболее желательных для страны-реципиента долгосрочных иностранных капиталовложений, Россия возвращала в страны-доноры под минимальный процент, выплачиваемый по государственным облигациям. Всё это происходило на фоне регулярных призывов к более активному привлечению в РФ прямых инвестиций из-за рубежа, ради чего начали обсуждаться варианты дополнительной приватизации государственных активов.

За 2016 г. ПИИ выросли на одну треть, то есть до 463 млрд долл., а официальные резервы почти не изменились – 378 млрд долл. Российские вложения в долгосрочные зарубежные бумаги несколько сократились (до 204 млрд долл.), а иностранное участие в капитале российских компаний выросло в полтора раза (до 321 млрд долл.). Повод для оптимизма? Безусловно.

Но не повод продолжать рассматривать официальные резервы, прежде всего, как пассивную страховку на случай кризисов. Гораздо разумнее было бы использовать эти средства для адресной поддержки испытывающих финансовый дефицит отечественных производств. Во-первых, иностранные инвесторы заинтересованы вкладывать средства далеко не во все из них. Во-вторых, ПИИ привлекаются не как дань глобализации, а как инструмент ускорения развития отечественного производства для реализации стратегических национальных интересов. В-третьих, наученное горьким опытом государство просто обязано само заблаговременно заботиться о минимизации возможного негативного влияния внешних шоков, помня о том, что во времена кризисов иностранные инвесторы неизменно сокращали свои позиции в РФ.

Второе. До 2016 г. имел место заметный рост доли долговых инструментов в составе прямых иностранных инвестиций в Россию. Если по итогам 2008 г. она составляла всего 5% (26 млрд долл.), то на конец 2015 г. – уже более 40% (140 млрд долл.). По классификации ЦБ РФ, речь идёт о капиталовложениях прямого инвестора в долговые инструменты предприятий прямого ин-

вестирования (28%), реинвестировании доходов от этих бумаг (52%) и инвестициях между сестринскими предприятиями (20%). Примечательно, что в последнем случае в большинстве ситуаций конечная контролирующая материнская компания не известна (или является нерезидентом). Благодаря такой детализации более наглядно виден механизм возвращения на родину капиталов, которые ранее покинули Россию. Указанные данные также позволяют говорить о степени эффективности мер, предпринимаемых российским государством в сфере амнистии капиталов. В этой связи весьма примечательно, что по итогам 2016 г. этот показатель практически не изменился в абсолютном выражении, что может говорить о его стабилизации в среднесрочном плане.

Третье. Как уже упоминалось выше, объём ПИИ чутко реагирует на состояние принимающей экономики. Максимальным этот показатель в РФ был по итогам предкризисного 2007 г. (491 млрд долл.), а минимальным – через год (214 млрд долл.), причём сократилось именно участие в капитале, а вложения в долговые инструменты даже несколько выросли. Наиболее важный вывод: следует считать, что под давлением кризиса вывели свои капиталы даже те инвесторы, которые до этого были готовы вкладывать свои средства в РФ «всерьёз и надолго».

Четвёртое. В унисон с прямыми инвесторами реагировали на кризис и портфельные. Их участие в капитале российских компаний в конце 2007 г. достигло рекордных 308 млрд долл. (плюс ещё более 50 млрд долл. было вложено в долгосрочные долговые бумаги российского государства). Через год эти же показатели составили 84 и 28 млрд долл. соответственно. В дальнейшем наметилась тенденция к росту, но в конце 2015 г. объём портфельных инвестиций снова был близок к историческому минимуму (102 и 39 млрд долл.). По итогам 2016 г. рост возобновился: 163 и 50 млрд долл., но до рекордного уровня ещё далеко. Очевидно, обжэгшись на кризисе, иностранные портфельные инвесторы теперь стараются более чутко улавливать тенденции на развивающихся рынках, тем более что многие из прежних объектов инвестирования кризис не пережили.

Пятое. Антироссийские санкции негативно повлияли на объём прямых и портфельных инвестиций. Если по итогам 2013 г.

оба показателя практически отыграли потери 2008 г. или даже превзошли докризисный уровень (прямые инвестиции – 566 млрд долл., портфельные – 274 млрд долл.), то к концу 2014 г. было зафиксировано их резкое снижение (на 35 и 45% соответственно). Причём в составе прямых инвестиций участие в капитале вновь приблизилось к знаковой отметке 200 млрд долл., которая обозначила себя как некое дно ещё в 2008 г. В 2015 г. указанная тенденция сохранилась и несколько стабилизировалась, а в 2016 г. портфельные инвестиции, как и ПИИ, выросли в полтора раза – до 213 млрд долл. Очевидно, настроения прямых инвесторов влияют на уверенность портфельных, и наоборот. При этом ясно, что долгосрочные инвесторы выбирают активы в РФ, как минимум, по двум критериям: ликвидность и стратегическая значимость. Первые при случае готовы избавиться от своих приобретений, вторые понимают, что, продав, могут обратно и не купить. Последняя категория как раз и составляет ядро иностранного участия в российской экономике, очертания и масштабы которого наиболее чётко обнажаются в периоды турбулентности.

Если кризисы и санкции негативно влияют даже на инвесторов, которые приходят в РФ с долгосрочными намерениями, то что говорить о тех, кто стремится сюда за сиюминутной выгодой? Для них Россия – это всего лишь один из развивающихся рынков, имеющих характерные для этой группы стран черты, сулящие тем, кто готов на более высокую степень риска, более высокий доход (или убыток).

Присутствие спекулятивных инвесторов в России наиболее наглядно характеризуется объёмами торгов национальной валютой, амплитуда колебаний которой позволяет, особенно в периоды «управляемой» девальвации, получать баснословные прибыли⁹⁸. Не в меньшей степени привлекательны и депозиты в российских банках, предлагающие невероятные для развитых стран процентные ставки. Данные официальной статистики отражают эту ситуацию, ежегодно фиксируя значительный объём иностранных вложений в наличную валюту, банковские депо-

⁹⁸ См. также Гусев К.Н. Иностранные инвестиции и курс российского рубля. Банковское дело, №5, 2015.

зиты и ссуды нефинансовым организациям. Последний пункт отражает отмеченную выше зависимость отечественного бизнеса от внешнего финансирования, на которой необходимо ещё раз остановиться отдельно.

Объём накопленных в РФ в 2015 г. прочих иностранных инвестиций (341 млрд долл.) был практически сопоставим с размером прямых капиталовложений (348 млрд долл.), хотя первые в отличие от значительной части вторых имеют конечный период действия. По итогам 2016 г. ПИИ, как уже сказано выше, вышли вперёд, а прочие инвестиции почти не изменились (323 млрд долл.). Интересно, что объём ссуд и займов из-за рубежа вот уже почти десять лет колеблется около выявленной выше в отношении иностранного участия в капитале российских компаний знаковой величины – 200 млрд долл. Вряд ли стоит считать этот факт совпадением. Правильнее было бы воспринимать его как отражение масштаба современной российской экономики, измеряемого через её потребность во внешнем финансировании. И здесь снова нельзя не вспомнить о практически тождественных по размеру российских вложениях в долгосрочные зарубежные ценные бумаги.

Получается любопытная цепочка: Россия ежегодно вкладывает условные 200 млрд долл. своих резервов в низкодоходные, но «надёжные» облигации иностранных государств, которые затем возвращаются в нашу страну в виде зарубежных кредитов отечественному бизнесу, только под более высокий процент. Понятно, что конкретные реципиенты российских резервов отличаются от тех, кто выдаёт кредиты нашему бизнесу, но в целом речь идёт об одной и той же финансовой системе развитых стран, поддержанием баланса и процветания которой наше государство и занимается вот уже который год. Эта забота, к сожалению, не взаимна, поскольку Россия уже не раз становилась объектом спекулятивных атак со стороны иностранных партнёров, относящихся к ней как к ещё одной развивающейся стране, обменивающей свои богатые природные ресурсы на бумажные обязательства развитых стран. И пока отмеченные выше «особенности» российской модели экономики будут сохраняться, будет сохраняться и её уязвимость от внешних спекулятивных

атак, расплачиваться за которые в конечном итоге приходится её гражданам.

Выводы

Россия за более чем 25 лет реформ так и не смогла привлечь ожидавшийся объём производительных иностранных инвестиций. По данным ЦБ РФ, за детально рассмотренный выше 2014 г. объём прямого иностранного участия в капитале российских компаний сократился почти на 40%: с 0,41 до 0,24 трлн долл.⁹⁹ В 2015 г. этот показатель упал до 0,21 трлн долл., а по итогам 2016 г. вырос до 0,32 млрд долл.¹⁰⁰ Соответственно Россия недополучила и ассоциируемые с прямыми иностранными инвестициями передовые зарубежные технологии, объективно необходимые для модернизации отечественной экономики.

Если вынести за скобки инвестиции в добычу полезных ископаемых, то накопленные в РФ прямые иностранные инвестиции разделены в основном между розничной торговлей и сектором финансовых услуг. Что касается современных промышленных предприятий, созданных в России, в том числе «с нуля», при участии иностранных инвесторов, и производящих конкурентоспособные товары с высокой долей добавленной стоимости, то их число явно не отвечает потребностям и масштабам российской экономики. Многие из них – это сборочные площадки иностранных товаров, собираемых из импортируемых запчастей. В целом, текущее отраслевое и региональное распределение прямых иностранных инвестиций в РФ, в том числе, в силу слабой взаимной производственной зависимости отечественных и зарубежных предприятий, не способствует усилению перелива технологий.

Многолетняя политика «стерилизации излишней рублёвой массы» не решает главную задачу по борьбе с инфляцией, поскольку не устраняет коренных причин инфляции в РФ, среди которых эксперты давно называют специфическую структуру

⁹⁹ ЦБ РФ. Международная инвестиционная позиция РФ за 2014 г. URL: http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/iip_rf_new_14.xlsx. Дата обращения: 15.05.2017.

¹⁰⁰ ЦБ РФ. Международная инвестиционная позиция РФ. Стандартные компоненты. URL: http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/iip/53-iip.xlsx. Дата обращения: 15.05.2017.

национальной экономики с явным перекосом в пользу естественных монополий и экспорта сырья. Напротив, указанная политика, лишая отечественную перерабатывающую промышленность доступных кредитов на внутреннем рынке, усугубляет эти диспропорции и всё больше тормозит развитие российской экономики. Необходимость отказа от этой политики вроде бы очевидна, но также очевидно, что чёткого понимания того, какой механизм должен прийти ей на смену, нет.

В России превалирует скептическое отношение к финансированию экономического роста за счёт государственных фондов. Ведь помимо унаследованного из 1990-х гг. страха перед галопирующей инфляцией, в среде российских экономических властей до сих пор сильна и убежденность в том, что предоставленные государством инвестиционные ресурсы будут потрачены неэффективно. Противоречивая текущая ситуация с инновационным центром в Сколково, на создание которого ещё несколько лет назад возлагались большие надежды и выделялись значительные суммы из бюджета, служит для многих наглядным доказательством того, что за четверть века России так и не удалось найти ответ на вопрос, как государство может вкладывать деньги в экономику собственной страны без риска нецелевого расходования средств.

Подсказка, как это обычно бывает, лежит на поверхности. Необходимо изучить свежий опыт политики количественного смягчения в США, которая не только не привела к чрезмерному росту инфляции, но и стимулировала оживление в экономике страны. В конечном итоге это оказало положительное влияние и на темпы притока иностранного капитала, который устремился в США, в том числе и из Европы. В ответ на это Европейский Центральный Банк начал собственную программу количественного смягчения, стремясь избежать дефляции в еврозоне и снизить завышенный курс евро к доллару, наносящий ущерб глобальной конкурентоспособности европейской экономики. И эта политика также принесла свои плоды.

К переходу на внутренние источники финансирования толкают и антироссийские санкции, перекрывшие доступ крупнейшим российским банкам и корпорациям к привычным зарубеж-

ным источникам кредитования. Очевидно, что нынешняя модель управления экономикой «не умеет» преобразовать накопленные резервы в инвестиции, иначе это было бы сделано ещё в «тучные» 1999–2008 гг. Тогда дискуссия о том, куда направлять сверхдоходы государства от экспорта нефти, закончилась созданием резервных фондов на случай резкого ухудшения мировой конъюнктуры вместо использования этих средств для целенаправленной перестройки отечественной экономики и сокращения её зависимости от сырьевого сектора.

К смене модели управления объективно подталкивает и необходимость развития импортозамещающих производств, которые в условиях санкций и российских антисанкций призваны закрыть бреши, открывающиеся на внутреннем рынке. Кроме того, на фоне продиктованного обесценением рубля снижения спроса на рынке потребительских товаров, где зарубежные партнёры имеют существенный задел в форме федеральных розничных сетей, заводов по сборке автомобилей, производству продуктов питания, строительных материалов, бытовой химии и т.д., финансирование государством спроса на инвестиционные товары способно стимулировать интерес иностранных инвесторов.

Участие государства в финансировании крупных инфраструктурных проектов, в том числе через механизмы долевого инвестирования и госгарантий, способно стать сигналом для рынка, что эта сфера бизнеса имеет хорошую долгосрочную перспективу. Причём речь должна идти не только и не столько о строительстве трансграничных трубопроводов и освоении шельфовых месторождений Арктики, сколько о проектах по строительству новых и реконструкции существующих дорог, электрификации и газификации населённых пунктов, строительству современного жилья и объектов инфраструктуры. Пока государство экономит на улучшении условий жизни собственных граждан, сложно убедить иностранцев делать это вместо него.

Пример Китая показывает, что необходимо гибко сочетать предоставление исключительных льгот для приоритетных производств с сохранением ключевых регулирующих функций в руках государства. Стоит помнить, что «нерыночный» курс юаня и прочие «изъяны» инвестиционного климата не помеша-

ли КНР стать одним из крупнейших в мире реципиентов иностранных инвестиций. Россию с Китаем роднит не только общее некапиталистическое прошлое, но и значительный объём капиталов соотечественников, способных вернуться в страну из-за рубежа. В этой связи в РФ сейчас предпринимаются меры по амнистии капиталов. Важно, чтобы эти капиталы не просто возвращались на счета в российских банках, а могли найти себе производительное применение.

С 2008 г. в России проводилась политика плавной девальвации рубля. Но её результаты контрастируют с тем, чего за тот же период удалось добиться США благодаря их политике количественного смягчения. Безусловно, сравнение наших стран не совсем корректно. Ведь США благодаря своему геополитическому доминированию за этот период смогли спровоцировать целый ряд политических событий на мировой арене, которые в итоге благоприятно сказались на темпах экономического роста в стране. И, естественно, эта политика нанесла удар по сбережениям американцев, который некоторые эксперты оценивают почти в полтриллиона долларов¹⁰¹. Но, как уже сказано выше, в РФ плавная девальвация закончилась обвалом рубля в декабре 2014 г., беспрецедентным оттоком капитала и обесценением сбережений населения минимум в полтора раза. В масштабах нашей экономики это гораздо более существенные потери.

Очевидно, что выход из ситуации следует искать на пути формирования действенного механизма преобразования резервов государства и сбережений населения в производительные инвестиции. Для этого потребуются отказ от эмиссии дополнительной рублёвой массы под покупку иностранной валюты. Опираясь на мировой опыт, в качестве обеспечения рубля можно использовать ценные бумаги крупных российских компаний, институтов развития, предприятий, занятых в сфере строительства жилья и инфраструктуры. Банк России в целом должен играть более важную роль в стимулировании экономического роста как кредитор последней инстанции и регулятор рынка. В ча-

¹⁰¹ Fed policies have cost savers \$470 billion: Study. URL: <http://finance.yahoo.com/news/fed-policies-cost-savers-470-144516821.html>. Дата обращения: 15.05.2017.

стности, вместо доказавших свою низкую эффективность валютных интервенций, крупные сделки по продаже валюты российских компаниям для выплаты ими внешнего долга можно было бы проводить по установленному курсу за рамками открытых торговых сессий, во избежание дополнительного давления на рубль.

В последнее время много говорится о том, что Россия восстанавливает свою роль в мировой политике. Это стало возможным благодаря тому, что наша страна начала занимать самостоятельную, ориентированную на собственные интересы позицию по важнейшим вопросам международной повестки дня. Аналогичный сдвиг назрел и в экономической политике. Необходимо осознать, что последние 25 лет развитие нашей экономики шло в узких рамках правил, традиционно применяемых для вывода слаборазвитых государств из кризиса. Только самостоятельная экономическая политика, свободная от догм и ограничений последних лет, способна принести нашей стране долгосрочный успех.

ГЛАВА 5. ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО СТАТУСА РУБЛЯ

Отличительной чертой экономического развития России в 2000-е – начале 2010-х гг. стало её активное вовлечение в мировую финансовую систему. Этому способствовали уверенный рост экономики и внутреннего финансового рынка, расширение внешнеторговых связей страны и отмена в середине 2000-х гг. валютных ограничений по капитальным операциям, что обеспечило свободную конвертируемость рубля. Глобальный финансовый кризис, разразившийся в 2008 г., отрицательно сказался на участии России в мировых финансах. Однако по мере восстановления рыночной конъюнктуры интеграционные процессы вновь заметно ускорились и сохраняли высокую динамику вплоть до 2014 г., когда Россия столкнулась с серьёзными экономическими и внешнеполитическими трудностями.

Несмотря на переживаемые трудности и ослабление международных позиций рубля экономический задел, сформирован-

ный в предыдущие годы, позволяет России рассчитывать на восстановление его международного статуса и постепенное превращение в региональную валюту, активно используемую на постсоветском пространстве.

Международный статус рубля

Оценка перспектив интернационализации рубля в качестве отправной точки требует уточнения современного международного статуса российской валюты. Традиционно выделяют несколько групп валют по степени их интернационализации¹⁰². Бóльшая их часть представляет собой замкнутые, или неконвертируемые (необратимые) валюты, которые не могут быть использованы для совершения международных расчётов или иных операций в силу законодательных ограничений, действующих в странах-эмитентах. В данную группу входят в основном денежные единицы наименее развитых государств, а также стран с жёстким государственным регулированием.

Вторую группу образуют так называемые внутренние валюты, которые, как правило, обладают частичной или даже полной конвертируемостью и могут применяться в международном обороте. Спрос на них предьявляется преимущественно на внутреннем рынке страны-эмитента, и объём сделок с этими валютами за рубежом незначителен. К категории внутренних сегодня относятся в том числе и валюты таких крупнейших развивающихся стран, как Бразилия и Индия.

Более высокий статус по сравнению с замкнутыми и внутренними валютами имеют свободно конвертируемые международные валюты, выполняющие отдельные денежные функции за пределами юрисдикции эмитирующего их государства. Примерами таких валют, общее число которых в мире не превышает двух десятков, являются швейцарский франк, канадский, гонконгский, новозеландский и сингапурский доллары, шведская и норвежская кроны, южнокорейский вон, мексиканское песо. Международные валюты активно применяются во внешнеторговых расчётах своих стран, торгуются, хотя и в ограниченных

¹⁰² Современные тенденции развития мировой валютной системы и перспективы рубля. Экспертно-аналитический журнал «ВТБ Вектор», 2008, № 3. С. 28-29.

масштабах, на зарубежных валютных рынках, включая рынки наличной валюты, в ограниченных объемах используются нерезидентами для инвестирования частных сбережений и официальных резервов. Некоторые международные валюты, в частности, австралийский доллар и южноафриканский рэнд, играют заметную роль в обслуживании региональных экономических связей, что обеспечивается лидирующими позициями их государств среди сопредельных стран.

Главенствующую роль в международной валютной иерархии занимают резервные, или ключевые валюты, осуществляющие денежные функции в мировом масштабе. Официально после распада Бреттон-Вудской системы статус резервной не закреплён ни за одной национальной валютой, поэтому МВФ применяет термин «свободно используемая валюта» (*Freely Usable Currency*). Основанием для отнесения валюты к этой группе служат масштабы её использования в международной торговле и мировых финансах. В эту категорию до недавнего времени входили четыре валюты: доллар США, евро, японская иена и фунт стерлингов. В 2015 г. МВФ включил в их состав юань, обосновав обретение им статуса одной из ключевых мировых валют существенным ростом масштабов его использования в международных расчётах и обслуживании международных потоков капитала в первой половине 2010-х гг., а также перспективами увеличения его роли в мировых финансах.

Резервные валюты, и прежде всего доллар и евро, доминируют в МВБ, в частности, в них осуществляется более 80% расчётов в международной торговле и номинируется свыше 90% официальных резервов и международных финансовых активов¹⁰³.

Расширение использования рубля в международном обороте, наблюдавшееся в предшествующие годы, позволяет сделать вывод о его постепенном вхождении в число свободно конвертируемых международных валют. На ускорение процессов интернационализации рубля в 2000-е – начале 2010-х гг. указывает, в частности, активизация торговли российской валютой на

¹⁰³ Review of The Method of Valuation of the SDR. IMF Policy Paper, Washington, D.C. November 2015. P. 12-16.

глобальном валютном рынке. По данным Банка международных расчётов, среднесуточный объём конверсионных операций с рублём на этом рынке увеличился за 2001–2013 гг. в 20 раз до 86 млрд долл., а их доля в общем обороте рынка увеличилась с 0,3 до 1,6%. По данному показателю рубль поднялся с 19 на 12 место среди национальных валют¹⁰⁴. Существенная часть торговли рублём мигрировала за рубеж, главным образом на внебиржевой рынок в Лондоне. Так, удельный вес лондонского рынка в мировой торговле рублём, составлявший в 2008 г. менее 10%, вырос за 6 лет почти в 5 раз и достиг 33% в начале 2014 г.¹⁰⁵

Об укреплении международного статуса рубля в рассматриваемом периоде свидетельствует также усиление его позиций в качестве основной расчётной валюты государств-участников ЕврАзЭС. В 2006–2013 гг. удельный вес рубля в обслуживании платежей в рамках объединения возрос с 53 до 61% их общей суммы¹⁰⁶.

В этот же период происходило активное формирование рынка рублёвых еврооблигаций, в число эмитентов которых входили Российская Федерация, государственные институты развития, компании, отечественные и зарубежные банки, а также две международные финансовые организации – ЕБРР и Европейский инвестиционный банк. По данным Банка международных расчётов, общая стоимость находившихся в обращении рублёвых евробондов выросла за 2011–2013 гг. более чем в 4 раза, до 200 млрд руб. (6,2 млрд долл.), включая размещённые Российской Федерацией в 2011 г. суверенные еврооблигации на сумму 90 млрд руб. Кроме того, возник прецедент использования рубля в качестве резервной валюты суверенным государством – Беларусью, которая по некоторым оценкам хранила в начале 2010-х гг. в рублях до четверти своих официальных резервов¹⁰⁷.

¹⁰⁴ Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016. Monetary and Economic Department. BIS, 2016. P. 10.

¹⁰⁵ Мишина В.Ю., Абрамов Д.О. Основные направления развития валютного рынка России. Деньги и кредит, 2015, №4. С. 23.

¹⁰⁶ Петров М.В. Современные тенденции развития международных валютно-финансовых отношений России. Финансы и кредит, 2017, №29(749). С. 1750-1766.

¹⁰⁷ Борисов С.М. Использование рубля в международных расчётах и резервах (количественный аспект). М., ИМЭМО РАН, 2011. С. 20.

В результате, по мнению ряда исследователей, в 2000-е гг. рубль начал постепенно трансформироваться из внутренней валюты, обращающейся почти исключительно в пределах России, в международную валюту, выполняющую отдельные денежные функции на внешних рынках¹⁰⁸. Рубль в возрастающих масштабах стал торговаться на мировом валютном рынке, начал играть доминирующую роль в обслуживании торговых расчётов в рамках ЕврАзЭС, а также был востребован за рубежом (пусть и в весьма ограниченных объёмах) в инвестиционных целях и для размещения государственных резервов.

Переживаемые в последние годы экономические и внешнеполитические трудности отразились на всех без исключения направлениях интеграции России в мировые финансы. Так, закономерным следствием рецессии и сворачивания международных финансовых транзакций страны стало замедление процессов интернационализации рубля, масштабы использования которого на внешних рынках в середине нынешнего десятилетия заметно снизились по сравнению с его началом.

Об уменьшении востребованности российской валюты в мире свидетельствует, прежде всего, сокращение торговли рублём на глобальном валютном рынке. Согласно данным Банка международных расчётов, среднесуточный объём конверсионных сделок с рублём упал в мире с 86 млрд долл. в 2013 г. до 58 млрд долл. в 2016 г., а их удельный вес в обороте валютного рынка снизился с 1,6 до 1,1%. По данному показателю рубль опустился с 12 на 17 место среди обращающихся на нем национальных валют. Отмечено, в частности, падение активности на лондонском рынке – ведущей зарубежной площадке по торговле рублём.

Наряду с этим сократилось использование рубля в качестве валюты платежа по международным расчётам, проводимым через крупнейшую в мире платёжную систему SWIFT. В 2013–2016 гг. доля рубля в обслуживании таких расчётов снизилась

¹⁰⁸ См., в частности, Кузнецов А.В. Проблемы интеграции России в мировую финансовую систему. Мировая экономика и международные отношения, 2015, №6. С. 82-90; Моисеев С.Р. Рубль как резервная валюта. Вопросы экономики, 2008, №9. С. 4-21; Наркевич С.С., Трунин П.В. Перспективы российского рубля как региональной резервной валюты. М., Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2013. 102 с.

вдвое до 0,26%, а сам он переместился с 15 на 20 место в рейтинге национальных валют, используемых при проведении расчётов через SWIFT¹⁰⁹.

Наконец, значимым индикатором торможения интернационализации рубля явилась стагнация рынка рублёвых еврооблигаций, динамично развивавшегося в конце 2000-х – начале 2010-х гг. Если в 2012–2013 гг. было размещено 37 выпусков евробондов на общую сумму 304 млрд руб., то в 2014–2017 гг. – только 12 выпусков на 98 млрд руб.¹¹⁰ Подобная рыночная динамика подтверждает вывод о том, что трансформация рубля в международную валюту, способную выполнять за рубежом, в частности, функцию средства сбережения (инвестирования), в последнее время затормозилась.

Вместе с тем важно отметить, что российский рубль сумел сохранить и даже укрепить свой статус основной расчётной валюты в рамках Евразийского экономического союза (ЕАЭС), сменившего ЕвразЭС в 2015 г. По данным Банка России, его удельный вес в валютной структуре торговых платежей между странами-участницами союза вырос в 2010–2016 гг. с 60 до 75% их общего объёма¹¹¹. Такая динамика рубля обусловлена, с одной стороны, доминирующей ролью России в ЕАЭС, на долю которой в рамках интеграционного объединения приходится 60-80% совокупного ВВП и общего объёма экспортно-импортных операций, а также иностранных инвестиций, с другой стороны, – растущей заинтересованностью участников внешнеэкономической деятельности в снижении валютных рисков и операционных издержек при проведении расчётов.

Правда, следует указать, что рубль доминирует исключительно в двусторонних расчётах между Россией и её партнёрами по ЕАЭС. В расчётах других государств-членов ЕАЭС меж-

¹⁰⁹ Гаврилов Н.В., Прилепский И.В. Рубль как валюта международных расчётов: проблемы и перспективы. URL: <http://instituciones.com/general/3027-rubl-kak-valyuta-mezhdunarodnyh-raschetov.html>.

¹¹⁰ Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016. Monetary and Economic Department. BIS, 2016. P. 10.

¹¹¹ О платежах, связанных с оборотом товаров и услуг, проводимых между государствами центральных (национальных) банков – участников ЕСБ за 2016 год. Межгосударственный банк, 2017.

ду собой превалирует доллар США. Таким образом, функции рубля как региональной валюты пока довольно ограничены. На современном этапе он востребован участниками внешнеэкономической деятельности преимущественно в качестве средства обращения, и в весьма небольших масштабах используется в качестве средства платежа и накопления.

В то же время наличие предпосылок, определяющих перспективы интернационализации российской валюты (главенствующая роль страны в экономике региона, уровень развития платёжной инфраструктуры, глубина и ликвидность финансовых рынков, условия доступа на них, отсутствие валютных ограничений), позволяет предположить высокую вероятность расширения международного использования рубля и обретения им полноценного статуса региональной валюты¹¹².

Ход интернационализации рубля в предстоящие годы, в том числе уровень спроса на российскую валюту на глобальных валютных и финансовых рынках, будет определяться рядом факторов. К числу наиболее значимых таких факторов относят: размеры экономики и удельный вес России в глобальном производстве и экспорте; долгосрочная устойчивость валютного курса и уровень покупательной способности рубля; режим валютного регулирования и контроля; привлекательность национального рынка капиталов для иностранных инвесторов с точки зрения возможностей, предоставляемых для размещения средств в рублях; характер и динамика интеграционных процессов в рамках ЕАЭС.

Оценка современного состояния российской экономики и финансовой сферы показывает, что такие ключевые параметры, как размер ВВП, вклад в мировой экспорт, уровень развития валютного рынка, обеспечивают России все необходимые предпосылки для повышения международного статуса российской валюты. Кроме того, в России в последние два года достигнут определённый прогресс в сокращении темпов инфляции и снижении инфляционных ожиданий. Повышение стабильности внут-

¹¹² Интернационализация рубля: перспективы и риски, а также роль российского рубля во внешнеэкономических отношениях. Аналитическая записка. Банк России, июль 2017. С. 5.

рених цен и усиление покупательной способности рубля в среднесрочной перспективе окажет положительное влияние на рост доверия к российской валюте и расширение на неё внешнего спроса.

Однако интернационализации рубля препятствуют существенно возросшие под влиянием конъюнктуры мирового сырьевого рынка и антироссийских санкций валютные риски и недостаточная ёмкость национального рынка капиталов, которые заметно снижают интерес нерезидентов к российской валюте. Очевидно, что успешное продвижение рубля за рубежом во многом будет зависеть от того, насколько быстро и эффективно удастся обеспечить курсовую стабильность рубля, а также нарастить объёмы и повысить инвестиционную привлекательность отечественного финансового рынка.

Направления интернационализации рубля

В числе основных направлений интернационализации рубля в предстоящие годы можно выделить повышение его роли в обслуживании внешней торговли России, а в перспективе и третьих стран, увеличение масштабов использования рублёвых финансовых инструментов в качестве международных инвестиционных активов, создание эффективной расчётно-платёжной инфраструктуры, обеспечивающей международный оборот рубля. Особую роль в повышении международного статуса рубля будет иметь региональный аспект. Ведущие экономические и политические позиции, занимаемые Россией на постсоветском пространстве, обеспечивают благоприятные предпосылки для расширения использования рубля в качестве региональной валюты для государств СНГ и, возможно, некоторых других сопредельных стран, которая обслуживала бы их взаимную торговлю, использовалась для накопления официальных резервов и частных трансграничных инвестиций.

Одним из факторов, способных укрепить позиции рубля как международной валюты, могло бы стать расширение его использования в качестве меры стоимости и средства расчётов при установлении цен и оплате внешнеторговых контрактов российских экспортёров. С точки зрения интернационализации российской валюты, возможно, это стало бы ключевым шагом, ко-

торый кардинально повысил бы интерес к рублю в мире.

Идея перехода на оплату экспорта в рублях давно обсуждается в экономической литературе, но пока не нашла достаточной поддержки на государственном уровне. Так, вопрос о переводе на рубли экспортных расчётов за энергоресурсы прорабатывался в 2014 г. Минэнерго России. Однако данное предложение не получило поддержки ввиду низкой заинтересованности в нём экспортёров и возможных экономических потерь, к которым способно привести подобное решение. Это обусловлено, в частности, тем, что пересмотр валюты расчёта может потребовать от экспортёров дисконта к контрактным ценам для компенсации операционных издержек покупателей, обусловленных конвертацией действующей валюты контракта в рубли.

Кроме того, в условиях развитого валютного рынка и наличия общепризнанных долларовых котировок на сырьё установление особых рублёвых цен может поставить отечественных экспортёров в невыгодное положение. В случае если эти цены в пересчёте на доллары по текущим курсам будут ниже мировых, то их применение приведёт к финансовым потерям поставщиков, а если выше, то российское сырьё окажется слишком дорогим для иностранных покупателей. Представляется, что перевод зарубежных поставок сырья на рубли станет востребованным лишь в случае введения санкций в отношении крупнейших сырьевых экспортёров и ограничения их возможностей по проведению расчётов в долларах США.

В этом контексте приоритетное значение для России могло бы иметь развитие эффективных механизмов, в том числе биржевых, ценообразования на сырьё на внутреннем рынке, в большинстве своём сегодня отсутствующих, а также дальнейшее продвижение за рубежом собственных ключевых марок отдельных видов сырьевой продукции, обеспечивающее формирование более справедливых цен на российский экспорт.

Возможности применения рубля для оплаты российского импорта сегодня также не столь велики. Это обусловлено, прежде всего, географической структурой импорта, в котором значительный объём поставок в Россию приходится на страны ЕС, Японию и некоторые другие развитые государства, располагаю-

щие признанными в мире валютами и требующие оплаты в них своих товаров. У поставщиков из развивающихся стран интерес к получению оплаты в рублях снижается объективной ограниченностью выбора конкурентоспособных несырьевых товаров, которые они могли бы приобрести на внутреннем рынке России в порядке встречных закупок.

С учётом указанных особенностей, наиболее перспективным направлением использования рубля в настоящее время выступает обслуживание взаимной торговли машинно-технической продукцией и другими несырьевыми товарами между Россией и странами СНГ, а также другими развивающимися государствами. Данное направление обеспечивает достаточный потенциал для развития рубля как международной торговой валюты на современном этапе его интернационализации. Так, по данным Федеральной таможенной службы, среднегодовой оборот торговли машинами, оборудованием и транспортными средствами между Россией и странами Содружества составляет сегодня порядка 10 млрд долл. В целом же объём торговли несырьевыми товарами с развивающимися странами, включая государства СНГ, по итогам девяти месяцев 2017 г. составил свыше 75 млрд долл., или примерно $\frac{1}{6}$ общего объёма внешнего товарооборота России. Перевод даже пятой части этих поставок на рубли позволил бы сформировать устойчивый интерес к российской валюте в странах-контрагентах и заметно увеличить объёмы межгосударственных поставок, в том числе высокотехнологичной продукции.

Эффективной мерой по увеличению доли рубля в расчетах за поставки отечественной машинно-технической и иной несырьевой продукции в развивающиеся страны стало бы развитие государством экспортного рублевого кредитования иностранных покупателей российских товаров. Нерезиденты (частные компании и государственные организации), привлекая связанные рублевые кредиты для оплаты контрактов с отечественными предприятиями, в дальнейшем должны будут погашать свои обязательства также в российской валюте, что обеспечит долгосрочный спрос на нее за рубежом.

С этих позиций следует положительно оценить усилия госу-

дарства по развитию механизма финансовой поддержки национального экспорта и созданию в 2011 г. Российского агентства по страхованию экспортных кредитов и инвестиций (ЭК-САР), наделённого полномочиями по страховой поддержке экспорта российских товаров и услуг, содействию выходу российских компаний на новые зарубежные рынки, развитию современной системы финансирования экспорта и страховой поддержки российских инвестиций за рубежом. Одновременно была активизирована деятельность государственного Росэксимбанка, специализирующегося на кредитовании экспортных сделок. К сожалению, отсутствие в открытом доступе данных о валютной структуре финансовых инструментов, предоставленных этими институтами для содействия развитию российского экспорта, не позволяет оценить их вклад в интернационализацию рубля.

Помимо поставок несырьевых товаров, ещё одно важное окно возможностей для использования рубля в качестве расчётной валюты представляет экспорт природного газа. Этот вид сырья не относится к биржевым товарам, и цены на него устанавливаются по договорённости сторон, обычно в привязке к международным нефтяным котировкам. Россия, используя свой статус крупнейшего мирового поставщика газа, вполне могла бы продвигать рубль как одну из ключевых торговых валют на глобальном газовом рынке. Широкий переход к рублёвым расчётам за экспортируемый газ в предстоящие годы будет, однако, серьёзно сдерживаться тем обстоятельством, что основной объём поставок за рубеж осуществляется Газпромом на основании долгосрочных контрактов, предусматривающих оплату газа в иностранной валюте (главным образом долларах и евро). Большая часть контрактной выручки идёт в пользу иностранных банков, кредитующих инвестиционные программы Газпрома, что делает корректировку действующих условий платежа весьма затруднительной. В этой связи широкое введение рубля в схемы расчётов станет возможным, скорее всего, только при заключении новых контрактов на дополнительные крупные объёмы газа, в частности, после завершения строительства в 2019 г. газопровода Nord Stream 2, который позволит нарастить поставки природного топлива в Западную Европу.

Укрепление позиций рубля во внешнеторговом обороте требует также формирования эффективной расчётно-платёжной инфраструктуры, охватывающей государства СНГ, а также развивающиеся страны – основные внешнеэкономические партнёры России, в том числе Китай и Индию, и позволяющей беспрепятственно осуществлять межгосударственные расчёты в российской валюте. Ключевым элементом такой инфраструктуры являются зарубежные дочерние банки и филиалы отечественных кредитных организаций, способные осуществлять комплексное сопровождение внешнеторговых сделок, включая открытие рублёвых счетов иностранным предприятиям и организациям, проведение конверсионных операций с рублём, оказание кредитной поддержки участникам в российской валюте. В настоящее время российские банки ведут самостоятельную работу по её развитию. Вместе с тем координация и поддержка их усилий государством, в том числе посредством заключения соответствующих межгосударственных соглашений о поощрении взаимных расчётов в национальных валютах, способствовала бы более продуктивной работе кредитных организаций в указанном направлении.

В свою очередь, расширению использования российского рубля в рамках ЕАЭС будет способствовать дальнейшее развитие интеграционных процессов на евразийском пространстве. Формирование необходимых институциональных и макроэкономических условий предусмотрено, в частности, вступившим в силу в 2015 г. Договором о ЕАЭС, предполагающим создание к 2025 г. через гармонизацию регуляторных требований общего финансового рынка, построение общего биржевого пространства и расширение использования национальных валют во взаимных расчётах, в том числе за счёт создания интегрированной расчётно-платёжной системы стран ЕАЭС.

Благоприятные условия для дальнейшей валютной интеграции в рамках ЕАЭС и укрепления международного статуса рубля обеспечивает также действующее Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка государств-участников СНГ, направленное на упрощение допуска банков стран-участниц на национальные валютные рын-

ки для проведения конверсионных операций. Расширению использования рубля как региональной валюты может способствовать также деятельность межгосударственных финансовых институтов ЕАЭС: Евразийского банка развития, Фонда стабилизации и развития и Межгосударственного банка, используемых для поддержания финансовой стабильности, развития финансовой инфраструктуры и кредитования интеграционных проектов. Указанные институты могут осуществлять выпуск финансовых инструментов, номинированных в российских рублях. Вместе с тем, очевидно, что использование подобных финансовых инструментов должно опираться на доверие к российскому рублю как региональной валюте, в ином случае эффективность этих инструментов для продвижения российского рубля будет незначительной.

Политика государства

Оценивая характер и динамику процессов интернационализации рубля, следует констатировать, что сегодня он нуждается в более активной и последовательной политике государства по укреплению его международного статуса. Возможности рубля по обслуживанию внешнеэкономических связей России остаются во многом недооценёнными, особенно в условиях финансовых ограничений, накладываемых антироссийскими санкциями. Вместе с тем, по мнению российских монетарных властей, процесс интернационализации рубля должен происходить естественным образом, без дополнительного форсирования. Их позиция состоит в том, что основные усилия должны быть сосредоточены на снижении транзакционных издержек использования рубля как международной валюты, в том числе выявлении и ликвидации административных барьеров, а также совершенствовании механизмов взаиморасчётов, включая развитие межбанковского сотрудничества и открытие корреспондентских счетов. Такой подход, на наш взгляд, отличает непозволительная инертность, недопустимая в условиях, когда на Россию оказывают экономическое, политическое, да и военное давление объединённые силы стран Запада.

По нашему мнению, создание государством дополнительных экономических стимулов для более широкого использования

рубля во внешнеэкономической сфере могло бы оказать положительное влияние на российскую экономику, обеспечив, в частности, расширение и углубление интеграционных связей со странами СНГ и другими государствами, использующими рубль как расчётную и резервную валюту.

ГЛАВА 6. КИТАЙСКИЙ ЮАНЬ И МИРОВЫЕ ДЕНЬГИ

Известно, что одна из основных характеристик мирового хозяйства – неравномерность его развития. Это обусловлено многими факторами, в частности, темпами изменения основных экономических показателей отдельных стран и целых регионов, сменой технологических укладов, эффективностью использования новых знаний и технологий, уровнем жизни населения и даже национальными обычаями и традициями народов. В свою очередь неравномерность сказывается на валютной сфере. Страны опережающего развития, наращивающие экспорт своей продукции, создают тем самым определённый потенциал для увеличения спроса на свои национальные валюты. Однако валютная сфера отражает экономические изменения не всегда адекватно, а, как правило, с опозданием, так как наряду с экономическими причинами большую роль играют и другие факторы: исторические, военно-политические, организационные, дипломатические, технологические, психологические, конъюнктурные и т.д.

И всё-таки, можно сделать вывод общего характера: за сильной валютой, пользующейся высоким спросом и широко используемой в международном обороте, всегда стоит (во всяком случае, должна стоять) сильная экономика. Однако, соотношение сил в мировой экономике не стабильно. Экономические изменения обуславливают трансформации в валютной сфере. Именно такая ситуация наблюдается в настоящее время. Действующая валютная система, характеризующаяся доминированием американского доллара, постепенно изживает себя, но становление новой валютной системы тормозят США, заинтересованные в сохранении старого порядка.

Американский доллар приобрёл статус мировой валюты в

результате цепочки исторических событий. Сразу после Второй мировой войны он опирался на высокий вес американской экономики в мировом ВВП, золотых запасах и в торговле. То, что Европа и СССР были истощены в то время этой войны также пошло на пользу мировому лидерству американской валюты.

Пока США, до 1971 г., обеспечивали свободный обмен долларов на золото по фиксированному курсу, такое положение было в какой-то мере обосновано, однако страна утратила формальное право придавать своей национальной валюте международный статус, когда отказались обеспечивать доллар золотом. Мировое сообщество с этим согласилось в силу ряда обстоятельств. Во-первых, до образования полноценной европейской валюты и экономического взлёта Китая у американского доллара практически не было конкурентов. Более того, США всегда проводили такой курс, чтобы таковые не появились. Например, Штаты неоднократно предпринимали действия, направленные на ослабление конкурентных позиций Европы. Список таких действий довольно длинный: организация войны на Балканах и распад Югославии, чтобы обрушить курс евро; содействие Греции в предоставлении фальсифицированных финансовых показателей для обеспечения её вступления в зону евро; перелив токсичных финансовых активов в Европу накануне кризиса 2007–2009 гг.; поддержка Арабской весны, вызвавшей массовый приток мигрантов; противодействие строительству Северного потока-2, чтобы заменить более дешёвый природный газ России более дорогим сжиженным газом США (в частности, в целях подрыва конкурентоспособности европейских товаров), наложение крупных штрафов на европейские компании и банки под различными предлогами и т.д.

Что касается Китая, то это – более крепкий орешек для США, чем Евросоюз, зависимый от Америки в политическом и военном отношении. Бурно развивающийся Китай в настоящее время представляет собой главную угрозу доминированию США в мировом производстве и мировой валютной системе. Именно поэтому Д. Трамп объявил, что он будет противодействовать экономическому усилению Китая и содействовать возвращению промышленного производства из Азии в Америку.

Сравнение экономических потенциалов

Чтобы представить перспективы трёх валют, целесообразно сравнить экономические потенциалы трёх центров мировой экономики, которые стоят за этими валютами.

Таблица 4

Показатели экономического развития ЕС,
Китая и США в 2016 г.

Показатели	ЕС	Китай	США
ВВП (по ППС в трлн долл.)	20,0	21,1	18,6
Место в мире	2	1	3
Темпы прироста ВВП (%)	1,9	6,7	1,6
ВВП на душу населения (в долл. США)	39200	14600	57300
Место в мире	43	112	20
Экспорт в трлн долл. и в % к ВВП	1,9 (2015 г.) 43,9	2,1 22	1,5 12
Доля промышленности в ВВП (%)	24,4	39,8	19,4
Безработица (%)	9,4 (2015 г.)	4,0	4,7
Индекс Джини (%)	31,0 (2015 г.)	46,5	-
Уд. вес в мировой торговле (в %): 1948 г. 2015 г.	- 15,2 (без торговли внутри зоны)	0,9 17,4	21,6 11,5
Место в мире по глобальной конкуренто- способности в 2016–2017 гг.	ФРГ - 5 (остальные страны еврозоны от 5 до 86 места)	28	3

Источник: World Factbook. CIA, 2017. World Trade Review, WTO, 2016. P. 92, 95. WEF. The World Competitiveness Report, 2016–2017. P. 7.

Данные табл. 4 показывают, что главный центр мирового промышленного производства переместился в Китай. Он вышел на первое место в мире по объёму производства ВВП, темпам его прироста, а также по объёму экспорта и значению в международной торговле, но пока ещё отстаёт по уровню жизни, который, однако, довольно быстро растёт на базе высокого роста национальной экономики. Не преодолено пока отставание по доле международной торговли, осуществляемой в юанях, по сравнению с долларом и евро, которые на сегодняшний день остаются самыми востребованными валютами на международном валютном рынке. В ВВП Китая выше доля промышленности, чем в ЕС или США, т.е. китайская экономика не подверглась искусственному расширению за счёт роста финансовых услуг в отличие от экономики двух старых центров мирового хозяйства.

Рост экономики Китая в значительной степени происходил

за счёт наращивания экспорта и вытеснения с рынков Европы и Америки производителей других стран. Это в значительной степени обострило кризисные явления в экономике Европы и США. Справедливы выводы, в частности, исследования, проведённого в Институте Европы РАН (которые касаются Европы, но их можно отнести и к США): «...Сегодня место и роль Европы в мировом хозяйстве значительны... В то же время в последние десятилетия возникли негативные факторы, которые подрывают экономическую стабильность региона и создают проблемы развитию всей мировой экономики. Влияние таких факторов настолько существенно, что многие авторы прогнозируют «закат» Европы, потерю ею ведущего места и роли как наиболее мощного в экономическом плане региона мира»¹¹³.

Таблица 5

Некоторые финансовые показатели и показатели динамики

	ЕС	Китай	США
Среднегодовые темпы прироста ВВП в % (по ППС):			
1998–2015*	4,7	9,2	2,3
2016–2017**	1,6	6,4	1,9
Среднегодовые темпы инфляции в % (по ценам потребительских товаров):			
1998–2015*	1,5	1,8	1,8
2016–2017**	1,0	2,2	1,7
Среднее сальдо баланса по текущим операциям (в % к ВВП):			
1998–2015*	+1,0	+4,9	-2,9
2016–2017**	+3,7	+2,0	-2,6
Сальдо гос. бюджета (в % к ВВП) 2016	-3,0 (2014)	-3,8	-3,2
Среднегодовые темпы прироста экспорта в 2010–2015 гг.	2,8	6,8	3,2
Внешний долг (в трлн долл.)	13,0	1,4	17,9
Место в мире по размеру внешнего долга	2	15	1
Золотые запасы в т. в 2017 г.	3377,9	1842,6	8133,5
Место в мире по объёму золотых запасов	2 (ФРГ)	5	1

*Подсчёт автора.

**Предварительные данные.

Источники: World Factbook. CIA, 2017. World Trade Review, WTO, 2016. P. 92, 95. World Economic Outlook. IMF, Oct. 2016. P. 228 -249. World Gold Council. URL: <http://tradingeconomics.com/gold-reserves>.

Экономические успехи Китая нашли выражение и в финансовых показателях, и показателях динамики экономического развития (см. табл. 5). Финансы Китая довольно устойчивы, а ди-

¹¹³ Большая Европа. Идеи, реальность, перспективы. М., Весь Мир, 2014. С. 265.

намика превышает показатели его конкурентов.

Сильные и слабые стороны

Доминирующее положение доллара пока ещё сохраняется в силу традиций, привычки, сложившейся практики и отсутствия общепризнанной замены доллару. Оно подкрепляется сильным влиянием Штатов на политику международных экономических организаций (прежде всего, МВФ, группы Всемирного банка, ВТО и др.), высоким спросом на мировом валютном рынке (который отчасти искусственно поддерживается США на международном уровне) и значительным весом долларов в составе золотовалютных запасов МВФ и многих стран мира. Благодаря этому доллар по-прежнему считается высоко ликвидным средством.

Недостатки доллара состоят в том, что это – фактически национальная, а не международная валюта, эмиссия которой не отражает (и не может отражать) потребности мирового хозяйства. Он утратил связь с золотом и в полной мере выражает недостатки американской экономики: высокий внешний долг США, отсутствие бесспорного превосходства в экономической сфере, ухудшение структуры национальной экономики из-за утраты значительной части промышленности, низкая динамика развития и высокая «финансиализация» национального хозяйства. Суть последней в том, что произошла «мутация» традиционного (промышленного) капитализма, его превращение в «финансовый», или «денежный»¹¹⁴, то есть непродуцирующий капитализм.

Возросшая агрессивность внешней политики США свидетельствует, что они предпринимают попытки сохранить своё доминирующее положение в мировой экономике всеми доступными методами, включая внеэкономические, в том числе военные. С этой целью они стремятся установить контроль над мировой торговлей углеводородами, расширить сбыт сланцевого газа в Европе, экономически ослабить ЕС, Россию и Китай, продолжить войну санкций в отношении с Россией и военных действий на Ближнем Востоке, поддерживать политическую напряжённость на границах с Китаем и т.д.

В отличие от доллара, евро с самого начала существует как

¹¹⁴ Катасонов В.Ю. Капитализм. История и идеология «денежной цивилизации». М., Институт русской цивилизации, 2013. С. 790-797.

международная (в преобладающей степени региональная) валюта, доверие к которой покоится на экономических достижениях ряда европейских стран и европейской интеграции. К таким достижениям относятся:

- образование в Европе важного финансового центра мировой экономики; однако в настоящее время выход Великобритании из ЕС ослабляет ЕС как финансовый центр мирового хозяйства;

- высокий уровень зональной торговли, а также участия в международной торговле;

- выравнивание в рамках объединения условий для развития предпринимательства;

- развитие специализации и кооперирования, что позволяет повышать производительность труда внутри зоны;

- готовность к вступлению в четвёртую промышленную революцию и довольно высокая инновационная активность;

- экологизация производства: создание зелёного транспорта, зелёной энергетики, строительство «умных домов» и производство автомобилей с гибридными двигателями;

- наличие развитого «человеческого капитала» и системы внедрения в экономику инноваций, что служит условием для перехода на инновационный тип развития и т.д.

В то же время позиции евро ослабляют некоторые негативные факторы, недостатки и нерешённые проблемы европейской интеграции. Имеется в виду следующее:

- неоднородность Евросоюза в плане наличия существенных различий в уровнях экономического развития между странами севера и юга объединения, его западной и восточной частью;

- неравномерность экономического, социального и технологического развития национальных экономик;

- усиление дезинтеграционных тенденций в результате нарастания государственного долга и отрицательного сальдо внутривнутрирегиональных торговых балансов ряда стран ЕС, а также выход Великобритании из организации, что стимулирует и другие государства к тому, чтобы покинуть эту организацию;

- неспособность проводить независимую от США политику;

– миграционный кризис, обостривший противоречия между странами – участниками ЕС, их социально-экономические и политические проблемы,

– усиление безработицы до уровня, превышающего уровень США и Китая;

– относительно низкая динамика экономического роста.

Что касается экономики Китая – базы его валюты, то самыми главными её преимуществами стала высокая динамика ВВП и экспорта, накопление значительных золотовалютных резервов и заграничных капиталовложений, активное сальдо торгового и платёжного балансов, эффективная экономическая политика, широкие международные экономические связи, растущий удельный вес в мировой экономике и международной торговле, укрепление отношений со своими партнёрами в Европе, Азии, Африке и Америке. Всё это привело к выходу Китая на лидирующие позиции в мире.

В настоящее время юань – это региональная валюта, но сфера его применения неуклонно расширяется, и можно предположить в недалёком будущем изменение её статуса. Юань уже вошёл в состав ЗВР в ряде стран Азии, Африки и Латинской Америки. Растёт его удельный вес в операциях международного валютного рынка, всё больше увеличивается его доля в международных платежах и расчётах. Китай заключил соглашения с Австралией, Вьетнамом, Россией, Таиландом и Японией о прямом обмене между юанем и валютами этих стран (без использования доллара). Статус юаня повысило решение МВФ включить китайскую валюту в корзину резервных валют, несмотря на то, что юань всё ещё – не полностью конвертируемая валюта¹¹⁵.

Особенности валютной политики КНР

Китайские власти проводили и проводят до сих пор политику регулируемого курса своей валюты в сочетании с определёнными ограничениями валютно-обменных операций. Это позволяло им на протяжении последних десятилетий поддерживать стабильно заниженный курс юаня. По нашим расчётам курс юаня к доллару в 2016 г. по отношению к соотношению этих ва-

¹¹⁵ Решение было принято Советом директоров МВФ 30 ноября 2015 г.

лют по паритету покупательной способности составлял примерно 48%¹¹⁶. Существенно не приближался к паритету курс юаня и в предыдущие годы.

Данные за последние 5 лет, содержащиеся в табл. 6, свидетельствуют о незначительной флуктуации курса юаня, несмотря на его недооценённость, что как раз и объясняется применением эффективных методов его регулирования. Диапазон его колебаний существенно не превышал диапазон колебаний стоимости евро – валюты, курс которой складывается на основе спроса и предложения на валютном рынке и тяготеет к паритету покупательной способности, часто превышая его.

Таблица 6

Курсы юаня и евро к доллару

Годы	Юаня	Евро
2016	6,626	0,921
2015	6,227	0,885
2014	6,143	0,885
2013	6,197	0,776
2012	6,312	0,776

Источник: World Factbook, CIA, 2017.

Вообще евро не единственная валюта, курс которой ориентирован на ППС. Во многих развитых странах ситуация аналогична, в то время как в странах развивающегося мира весьма часто практикуют заниженный курс национальных денег. Как отмечают некоторые эксперты, это позволяет государствам золотого миллиарда осуществлять неэквивалентный обмен с остальным миром¹¹⁷.

В настоящее время Китай стоит на пороге изменения приоритетов своей денежно-кредитной и валютной политики. В 2011 г. он объявил о намерении содействовать развитию международной платёжной системы на основе мультивалютных расчётов и ограничению использования доллара в мировом обороте¹¹⁸. В

¹¹⁶ Оценка сделана на основе данных Мирового банка о ВВП Китая в долларах по ППС и в текущих ценах. В 2016 г. ВВП Китая в текущих ценах составил примерно 11199 млрд долл., тогда как по ППС – 21417 млрд. См.: URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD?locations=CN>.

¹¹⁷ Катасонов В.Ю. Капитализм. История и идеология «денежной цивилизации». М., Институт русской цивилизации, 2013. С. 790-797.

¹¹⁸ Аналогичное решение было принято странами БРИКС.

связи с этим XVIII съезд КПК принял решение о постепенной интернационализации юаня, развитии финансового рынка, постепенной либерализации валютной политики страны, переходе к режиму формирования курса национальной денежной единицы на основе рыночной практики¹¹⁹. Развивается сеть зарубежных филиалов китайских банков, которая охватывает около 50 стран. Китайские денежные власти постепенно переходят на использование в расчётах с основными своими торговыми партнёрами национальных валют на основе своп-контрактов. Только за период 2009–2014 гг. Китай заключил такие своп-контракты с 24 странами мира¹²⁰. Достигнуты соглашения по клирингу в юанях с ФРГ, Францией и Люксембургом, а также с ЕЦБ об открытии своп-линии. КНР осуществляет приграничную торговлю со всеми 14 соседними странами на основе использования национальной валюты, что тоже содействует расширению масштабов её использования и повышению её статуса. С 2002 г. юань задействован в расчётах за товары и услуги в приграничной торговле между РФ и КНР. С 2009 г. действует соглашение между Народным банком Китая с Минфином РФ и Минэкономразвития РФ о расчётах в юанях при сделках со странами-членами АСЕАН, с которыми Китай образовал зону свободной торговли. В 2010 г. открылись торги в Москве и Шанхае между рублём и юанем. Шанхайский филиал ВТБ с 2014 г. осуществляет расчёты между РФ и КНР в китайской валюте. Китай активно участвует в сотрудничестве стран БРИКС, которые начали создавать альтернативные Западу финансовые институты (в частности, Банк развития БРИКС, учреждённый в 2014 г.).

Как свидетельствуют данные табл. 7, юань пока существенно отстаёт от доллара и евро по интенсивности спроса на мировом валютном рынке, в то же время объём сделок с использованием китайской валюты растёт, то есть развивается тенденция

¹¹⁹ Официально китайские власти взяли курс на либерализацию валютной политики, но на деле довольно жёстко контролируют движение капиталов, а также регулируют обменный курс юаня, в т.ч. с помощью проведения валютных интервенций. Юань привязан к корзине валют, в которую входят доллар, евро, йена и др.

¹²⁰ FINMARKET.RU 21.06.2014. URL:<http://www.finmarket.ru/database/news/3764946>.

изменения её положения в мировой валютной системе. Займёт ли она лидирующее место, наряду с долларом и евро и когда это произойдёт? Сказать трудно. Ответ, на наш взгляд, всецело зависит от политики китайских властей. Очевидно, что процесс пойдёт по нарастающей, как только будут сняты валютные ограничения и деньги Китая станут свободно конвертируемой валютой. Ускорение трансформации может придать также введение порядка оплаты китайского экспорта в юанях.

Таблица 7

Доля валют в операциях на мировом валютном рынке (в%)

	1998	2001	2010	2016
Доллар	87	90	85	88
Евро	-	38	39	31
Юань	0	0	1	4
Все валюты	200	200	200	200

Источник: BIS Currency Market, 2016. Table 11.3.

В тех же целях запущен проект развития расчётов в юанях на Шанхайской международной энергетической бирже в 2016 г., которая перешла к торговле нефтяными фьючерсными контрактами с расчётами в золоте. Для этого организована торговля в Шанхае и в Гонконге фьючерсами на золото, номинированными в китайской валюте. Таким образом, фактически часть операций по купле-продаже нефти будет проводиться не традиционно в долларах, а фактически в юанях, которые в этой комбинации будут стоять за золотом. Эксперты полагают, что Китай, тем самым, открывает начало наступлению на доллар в весьма важном секторе мировой торговли, где до сих пор безраздельно господствовала американская валюта.

И всё же решающий шаг к лидерству Китая в валютной сфере сможет сделать лишь тогда, когда руководство Китая примет решение отказаться от политики поддержки низкого курса юаня. До этого момента все попытки усилить его роль в мировом обороте надо рассматривать как эксперименты подготовительного характера, поскольку без свободной обратимости вряд ли удастся обеспечить его лидерство в мировой валютно-финансовой сфере. По нашему мнению, отказ от указанной политики в свою очередь действительно возможен в случае, когда производственный аппарат Китая достигнет примерного равенства в уро-

вне производительности труда с экономиками ведущих стран «золотого миллиарда» и отпадёт, тем самым, необходимость в его стимулировании, занижая курс национальной валюты.

Выводы

В настоящее время для мировой валютной сферы характерно обострение конкуренции между валютами трёх центров мировой экономики. Один из них – Китай, развивается довольно быстрыми темпами, роль других в мировой экономике относительно снижается. Изменения в соотношении сил создают предпосылки для трансформации мировой валютной системы.

Эта трансформация необходима ещё и потому, что доллар не справляется с ролью главной мировой валюты. Его доминирование усилило неравномерность социально-экономического развития стран и регионов мира, способствовало обострению валютно-финансовых проблем, что породило экономический кризис в большинстве стран мира.

На этом фоне в весьма выгодном свете предстают экономические успехи Китая, обусловленные выбором адекватной условиям страны модели социально-экономического развития, проведением разумной экономической политики, позволяющей максимально использовать внешние и внутренние факторы развития хозяйства. Экономический взлёт Китая создаёт предпосылки для превращения юаня в одну из наиболее востребованных в международном обороте национальных валют. Формально он, по решению МВФ, уже стал резервной валютой. Его фактическое использование в качестве таковой, когда центральные банки начнут накапливать в своих резервах, будет определяться условиями, которые позволят китайским властям отменить валютные ограничения и сделать его свободно конвертируемым.

Снижение роли доллара не соответствует интересам США, поэтому они будут всячески тормозить осуществление соответствующих изменений в мировой валютной системе. Один раз это им уже удалось. Имеется в виду сохранение доминирующей роли американского доллара в 1970-е гг., после отмены его размениваемости на золото по фиксированному курсу.

Юань постепенно будет превращаться в одну из важнейших валют по расчётам за товары и услуги, особенно в Юго-Восточ-

ной Азии. Наблюдаемой ныне тенденции к установлению многополярного мира соответствует расширение использования в международных расчётах и других национальных валют, значение которых будет расти по мере повышения роли соответствующих стран в международной торговле и кредитных отношениях.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведённое в рамках проекта РФФИ исследование, основные результаты которого нашли отражение в данной книге, позволяет сделать ряд выводов о роли мировых валют, эмитируемых в международный оборот Федеральной резервной системой США, Европейским центральным банком, Центральными банками Англии и Японии.

По своей форме эта эмиссия направлена на регулирование стоимости кредита и его доступности на национальных внутренних рынках стран-эмитентов. Она удешевляет ликвидность, либо повышает её стоимость в зависимости от принятых вариантов монетарной политики. Однако последующее использование эмиссии влияет на параметры развития мировой экономики.

Выпущенные в оборот средства обращения поступают по каналам трансмиссионного механизма главным образом в авуары крупнейших транснациональных банков, что усиливает их финансовое могущество и конкурентные позиции на мировом рынке банковских услуг. ТНБ в свою очередь обращают эмиссию в определённой части на финансирование экспортно-импортных операций, что позволяет, в частности, США потреблять больше товаров и услуг по сравнению с объёмом национального производства.

В другой части эмиссию трансформируют в капитал, предназначенный для вложений в высокодоходные активы в основном на формирующихся рынках. Некоторая доля этого капитала представляет собой спекулятивные «горячие деньги», миграция которых может дестабилизировать при определённых условиях национальные финансовые и валютные рынки, принося транснациональным финансовым структурам и спекулянтам бас-

нословные прибыли и существенные потери экономикам развивающихся стран и государствам с переходной экономикой. Активные операции ТНБ на внешних рынках поддерживаются перманентным и весьма облегчённым доступом к инструментам централизованного рефинансирования в банках-эмитентах резервных валют по относительно низким ставкам.

Механизмом передачи импульсов эмиссионной политики служит также монетарная политика стран с формирующимися рынками, опирающаяся преимущественно на различные варианты режима привязки обменного курса. Обеспечение устойчивости курсовой динамики требует от них своевременного проведения валютных интервенций и последующей стерилизации избыточной ликвидности, основными следствиями которых выступают рост стоимости кредита на национальном рынке, укрепление валютного курса и увеличение объёма международных резервов.

В итоге эмиссия мировых денег развитых стран обеспечивает: 1) перераспределение в их пользу глобального эмиссионного дохода; 2) извлечение глобальной финансовой ренты; 3) глобальный контроль за производственным капиталом на формирующихся рынках и завоевание экономической власти; 4) возможность «сверхпотребления» за счёт роста экономик развивающегося мира.

В ответ на это страны с формирующимися рынками предпринимают усилия для ограничения влияния мировых денег с помощью развития системы международных платежей в собственных валютах и повышения таким образом их доли в мировом денежном обращении. В этом процессе, как известно, участвует и Россия, которая достигла определённых успехов в продвижении рубля на роль основного средства платежа в Евразийском союзе, поскольку она обладает в регионе преобладающей экономической мощью в плане производимого ВВП и доли в межрегиональной торговле. Однако дальнейшему движению в данном направлении препятствует ряд факторов.

В частности, действующая российская монетарная политика таргетирования инфляции предполагает свободное плавание рубля на валютном рынке, что в условиях зависимости боль-

шей части экспортных доходов России от колебаний цен мирового рынка на энергоносители приводит к высокой нестабильности курса рубля. Экспортёры, получая за свой товар российскую валюту, во многих случаях стремятся переводить рубли в доллары и евро для того, чтобы сохранить реальную стоимость выручки. Но если имеет место накопление долларов, то и покупки в значительной степени происходят в долларах. Таким образом, неустойчивость рубля служит важнейшей причиной того, почему доллар всё ещё занимает важное место в обороте товаров и капиталов в Евразийском союзе и в СНГ в целом. В связи с этим было бы целесообразно возвратиться к системе регулирования валютного курса и произвести соответствующие изменения в государственной денежно-кредитной политике.

Необходимо также отметить, что в России пока недостаточно развит финансовый рынок с точки зрения его широты, глубины и ликвидности, тогда как спрос на валюту, а значит и степень её интернационализации, в современном мире в большой степени определяется возможностями операций по приобретению финансовых активов, номинированных в национальной валюте. В данных условиях применение мер стимулирования развития финансового рынка, на наш взгляд, – важный фактор дальнейшей интернационализации рубля. Среди этих мер большое значение имело бы, в частности, участие межгосударственных финансовых институтов ЕАЭС: Евразийского банка развития, Фонда стабилизации и развития и Межгосударственного банка, функция которых – поддержание финансовой стабильности, развития финансовой инфраструктуры и кредитования интеграционных проектов. Указанные институты могут осуществлять выпуск финансовых инструментов, номинированных в российских рублях. Вместе с тем, очевидно, что использование подобных инструментов должно опираться на доверие к российскому рублю как стабильной региональной валюте, в ином случае эффективность этих инструментов для продвижения российского рубля будет незначительной.

Следует также констатировать, что вообще политику российского государства относительно повышения статуса российского рубля нельзя назвать активной. Возможности рубля по

обслуживанию внешнеэкономических связей России остаются во многом недоиспользованными. Российские монетарные власти исходят из представлений, что процесс интернационализации рубля может происходить сугубо естественным путём, стоит лишь ликвидировать административные барьеры, усовершенствовать механизмы расчётов, снизить транзакционные издержки. Такой сугубо либеральный подход, на наш взгляд, превратит повышение роли российской валюты в весьма долгий процесс.

Ускорению этого процесса способствовал бы отказ монетарных властей от стратегии перманентного сжатия денежной массы и переход к активной политике расширения кредитования в рублях роста экономики не только в России, но и в других странах СНГ, развития за счёт этого кредитования регионального экспорта и импорта, инвестиционной экспансии российского бизнеса в экономику евразийского пространства.

ОБ АВТОРАХ

Фёдоров Валентин Петрович – член-корреспондент РАН, профессор, главный научный сотрудник Института Европы РАН

Буторина Ольга Витальевна – доктор экономических наук, заместитель директора Института Европы РАН

Бажан Анатолий Иванович – доктор экономических наук, главный научный сотрудник, заведующий Отделом экономических исследований Института Европы РАН

Навой Антон Викентьевич – доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве РФ

Гусев Кирилл Нионилович – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института Европы РАН

Плисецкий Дмитрий Евгеньевич – кандидат экономических наук, эксперт Аппарата Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации

Антюшина Виктория Витальевна – научный сотрудник Института Европы РАН

Научное издание

Бажан Анатолий Иванович, Фёдоров Валентин Петрович
Навой Антон Викентьевич и др.

**РОЛЬ МИРОВЫХ ДЕНЕГ
В ГЛОБАЛЬНОМ УПРАВЛЕНИИ**

Подписано в печать 15.12.2017. Формат 60×84 ¹/₁₆. Печать офсетная.
Бумага офсетная. Усл. печ. л. 8,125. Тираж 200 экз. Заказ № 1275

Отпечатано в типографии «Технология ЦД»
119606, г. Москва, пр-т Вернадского, д. 84, корп. 2