

**Круглый стол**  
**«Трансформация международной валютной системы: тенденции и качественные сдвиги»**

Москва, 9 июня 2003 года

**Участники обсуждения:**

**Барон Леонид Иосифович,**  
директор Института социально-экономического и социального проектирования,

**Богомолов Олег Тимофеевич,**  
советник РАН, почетный директор Института международных и политических исследований

**Буторина Ольга Витальевна,**  
заведующий отделом европейской интеграции Института Европы РАН

**Воскресенский Алексей Дмитриевич,**  
заведующий кафедрой востоковедения МГИМО (Университета) МИД РФ

**Годзинский Андрей Михайлович,**  
председатель Совета директоров Восточной финансовой компании

**Горелик Александр Семенович,**  
директор Информационного центра ООН

**Григорьев Леонид Маркович,**  
президент Ассоциации национальных центров экономического анализа

**Ершов Михаил Владимирович,**  
старший вице-президент Росбанка

**Капица Сергей Петрович,**  
президент Никитского клуба

**Красавина Лидия Николаевна,**  
директор Центра фундаментальных и прикладных исследований Финансовой академии при Правительстве РФ

**Леонтьева Елена Львовна,**  
главный научный сотрудник Центра японских и тихоокеанских исследований ИМЭМО РАН

**Лубенченко Константин Дмитриевич,**  
вице-президент Ассоциации региональных банков России

**Луков Вадим Борисович,**  
посол по особым поручениям МИД РФ

**Неклесса Александр Иванович,**  
заместитель директора Института экономической стратегии

**Потемкин Александр Иванович,**  
генеральный директор Московской межбанковской валютной биржи

**Шаститко Андрей Евгеньевич,**  
и.о. заместителя генерального директора Бюро экономического анализа

**Энтов Револьд Михайлович,**  
председатель Учебно-методического совета, заведующий кафедрой теории денег и кредита Государственного университета-Высшей школы экономики

Круглый стол вел **С.П. Капица**

### **С.П. Капица**

Уважаемые коллеги, разрешите открыть очередное заседание Никитского Клуба.

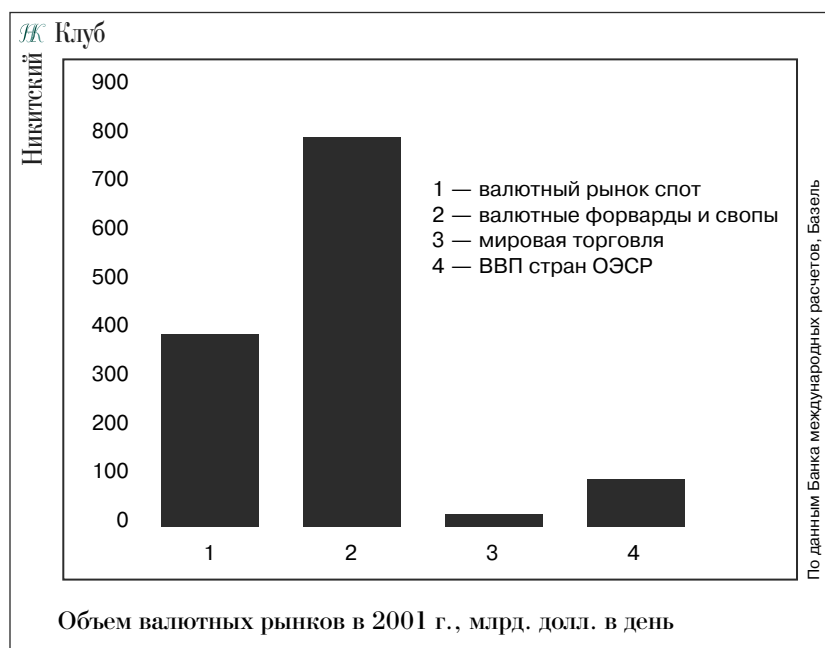
Тема сегодняшнего обсуждения вписывается в контекст глобальных проблем, находящихся в центре внимания нашего Клуба. С вступительным докладом выступит Ольга Витальевна Буторина, заведующий сектором Института Европы РАН, д.э.н., автор книги «Международные валюты, интеграция и конкуренция». Я предоставляю ей слово.

### **О.В. Буторина**

Сегодня мы будем говорить о трансформации международной валютной системы, и я позволю себе напомнить вам историю вопроса.

В мире существовало всего 4 международных валютных системы. *Парижская международная валютная система*, созданная в 1867 г., действовала 47 лет. Она базировалась на золотомонетном стандарте, то есть золотые монеты реально обслуживали внутренний оборот. Между валютами были установлены золотые паритеты: в зависимости от того, сколько золота содержалось в монете той или иной страны, складывались и курсовые соотношения. *Генуэзская система*, оформленная в 1922 г., оказалась самой короткой. Она продержалась





всего 9 лет. Здесь также были установлены золотые паритеты, но золотомонетный стандарт был заменен на *золотодевизный*. То есть только несколько особых валют, а именно доллар, фунт и франк обменивались на золото. Все остальные валюты начали обмениваться на золото через эти *деvisы*. *Бреттон-Вудская система* была создана в 1944 г, накануне окончания Второй мировой войны, и просуществовала 27 лет. Основывалась она на золотодолларовом стандарте, или тоже можно сказать, золотодевизном, при котором только одна валюта, доллар, обменивалась на золото — и то только во внешнем обороте. Все остальные валюты эту функцию не осуществляли, обменивались на золото через доллар США, благодаря чему последний стал особой валютой и на него был создан специфический спрос. *Ямайская система* действует официально с 1976 года: в январе было заключено соответствующее соглашение, ратифицированное немного позже, — то есть уже тоже 27 лет. Основана она на плавающих курсах. Как видите, действующая система — почти долгожитель.

На графике, напоминающем об объемах валютных рынков, в колонке 1 — валютный рынок «спот» (сделки, подлежащие немедленно исполнению); в колонке 2 — валютные «форварды» и «свопы»,

то есть сделки, которые должны быть совершены через определенное время. Самая низкая колонка 3 — это мировая торговля, и последняя колонка 4 — валовой внутренний продукт стран ОЭСР. График показывает количество валютнообменных сделок: совершаемые сделки в день в млрд. долларов по данным Банка международных расчетов в Базеле за апрель 2001 г. Количество совершаемых в мире конверсионных сделок значительно больше, чем объем мировой торговли. Иначе говоря, валюта покупается и продается не для того, чтобы совершать внешнеторговые сделки, а для того, чтобы извлекать прибыль, зарабатывать деньги на самих валютнообменных сделках. Курс валюты в наши дни не формируется в торговле. Торговля занимает всего 2% от объема валютнообменных операций, ежедневно совершаемых в мире. Общий объем валютного рынка, сделки «спот» плюс форварды и свопы — это 1,2 трлн. долларов в день.

Что изменилось в международной валютной системе в 90-е гг.? Вторую, нынешняя система была создана в конце 80-х — в 1976 г. Впервые, произошла либерализация движений капиталов. В 1976 г. под ст. 8 Устава международного валютного фонда, обязующей страны не применять множественность курсов и снимать ограничения в области движения капиталов по текущим операциям, подписалась 41 страна. Сейчас среди подписавшихся 152 страны. Темпы либерализации, как видите, очень высокие.

Кроме того, произошла информационная революция: новые информационные технологии позволили перевести расчеты в режим реального времени. Иначе говоря, сделка совершается буквально за несколько минут и расчеты происходят в большинстве случаев в течение одного календарного дня, что значительно увеличило мобильность капиталов, их способность мигрировать из одной точки мира в другую.

С распадом социалистической системы возникли дополнительные сегменты международного валютного рынка, поскольку раньше валюты социалистических стран были не конвертируемыми. Как мы помним, за валютные операции у нас раньше наказывали, сажали в тюрьму. Наши рынки не были частью международного или мирового валютного рынка.

Произошло изменение природы курсообразования. Курс перестал быть тесно связан с торговлей, и сейчас возможности отрыва курса от паритета покупательной способности, то есть от уровня, обеспечивающего примерное равенство цен в разных странах, очень велико. Поясню немного для неспециалистов. Теория паритета покупа-



О.В. Буторина

тельной способности была разработана шведским ученым Густавом Касселем в начале прошлого века. Она гласит, что один и тот же товар в разных странах должен стоить примерно одинаково. В противном случае происходило бы изменение курса, и при его несоответствии паритету покупательной способности, скажем, в стране А хлеб стоил бы дешевле, чем в стране Б при пересчете из одной валюты в другую. Этим бы быстро воспользовались торговцы и начали ввозить хлеб из страны А в страну Б, в результате чего, в конце концов, курс бы выровнялся. Но мы прекрасно знаем, что на 1 доллар в России можно купить товаров гораздо больше, а именно в 2 раза, чем в США, то есть курс рубля отклоняется вниз от паритета покупательной способности примерно на 50%. В некоторых развивающихся странах, например, в Китае, Индии рыночный курс составляет всего 20 -30% от паритета покупательной способности.

Еще один крупный структурный сдвиг связан с возникновением евро, валюты, которая может служить альтернативой доллару — пусть пока не полноценной, но тем не менее лучшей, чем немецкие марки, голландские гульдены, французские франки и, тем более, португальские эскудо.

В результате всех этих изменений, а именно: нарастания объемов рынка, либерализации, то есть устранения перегородок между странами, ускорения темпов прохождения платежей, произошло усиление нестабильности международной валютной системы. Первым проявлением ослабления Европейской валютной системы был кризис 1992 г. Тогда атакам спекулянтов подверглось сразу несколько европейских валют. Началось все с фунтов стерлингов, дальше были девальвированы валюты Испании, Италии, Португалии, Ирландии, Швеции. В течение года центральные банки Германии, Франции, Италии проводили совместные интервенции для поддержания курса франка, и французский франк удалось спасти от девальвации.

Но не везде дело обстояло так хорошо. Например, в Швеции ставка рефинансирования была поднята до 500% годовых — и все равно шведская крона была девальвирована. Вслед за этим через пять лет случились кризисы в Юго-Восточной Азии, затем в России, в 2001 г. в Турции, в 2002 г. в Аргентине. Иначе говоря, региональные кризисы стали постоянной составляющей сегодняшнего международного валютного ландшафта. Неэффективность интервенций стала совершенно очевидной. Напомню, что ежедневно в мире совершаются валютнообменные операции на сумму более 1 трлн. долларов в день. При этом резервы Федеральной резервной системы Центрального банка США составляют всего-навсего 60 млрд. долларов. Резервы европейской системы центральных банков — 400 млрд. долларов, включая золото; сами валютные резервы — 300 млрд. долларов. То есть возможности центральных банков противостоять валютным спекуляциям стали гораздо уже, чем это было в момент создания Ямайской валютной системы и даже, чем это было в начале 80-х гг.

Проявилась также неэффективность процентной политики для большинства стран. Мы видим, что только крупные страны, как США или страны еврозоны, могут с помощью изменения своей процентной ставки влиять на динамику курса своей валюты. И то это не всегда получается. Для малых стран процентная политика почти не работает, спрос на турецкую лиру — небольшой (что касается России, которую никак не назовешь малой страной, — спрос на российский рубль тоже невелик). Даже высокая процентная ставка не позволяет

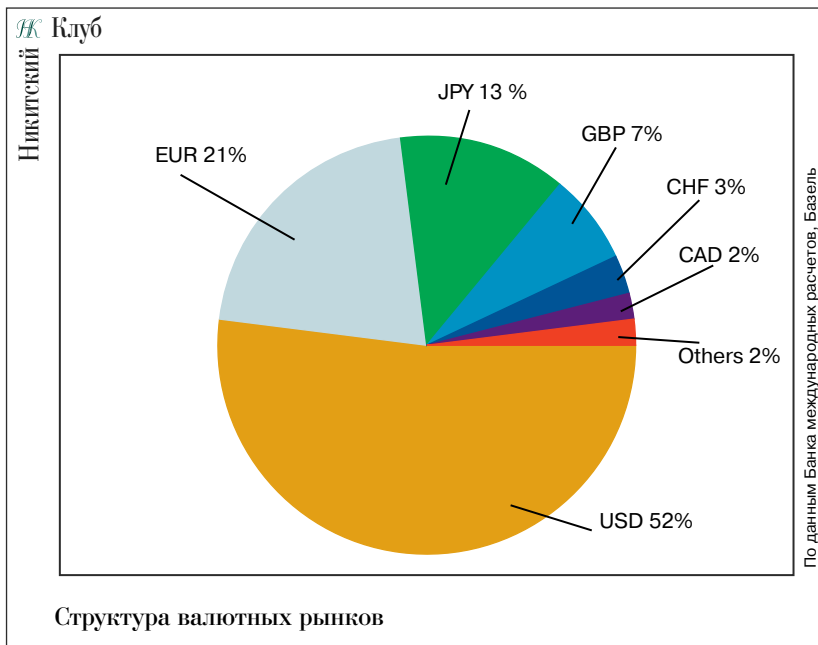
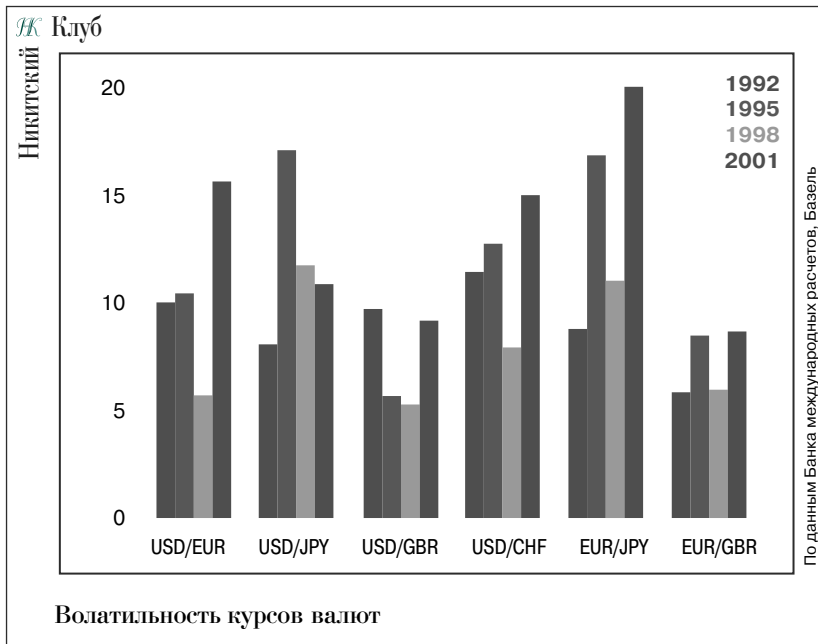
инвесторам в таких случаях вложиться в активы, потому что финансовые рынки слабо развиты и доверие к валюте минимальное. Вспомним опять-таки региональные кризисы, о которых мы говорили: в Швеции, как я сказала, процентная ставка была поднята до 500%, в Турции — до 1000%, у нас в России — до 150%. Ничто не помогло валютам этих стран, и они были девальвированы.

Далее еще один крупный структурный сдвиг — деформация связи между платежным балансом и курсом. На протяжении последних 10 лет США имеет постоянно отрицательное сальдо по текущим расчетам с зарубежными странами. И это никаким образом не влияло до последнего времени на курс американского доллара, потому что спрос на доллары не был связан с внешней торговлей товарами и услугами США. То же самое в развивающихся странах, странах с переходной экономикой: наличие положительного сальдо баланса по текущим операциям, то есть превышение экспорта товаров и услуг над импортом, не гарантирует равенство спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке, потому что и экспорт, и импорт в основном ведется на 100% в иностранной валюте. И даже если экспорт больше импорта, например, как в России, далеко не вся экспортная выручка оказывается в конечном счете на валютном рынке. Ее приберегают в банке, оставляют за рубежом, и поэтому курс может идти вниз даже при положительном сальдо текущего баланса.

Кризисы второй половины 90-х гг. показали, что рекомендовавшиеся международным валютным фондом средства по стабилизации курсов оказались не очень эффективными. Речь идет о том, что развивающимся странам и странам с переходной экономикой предлагалось привязывать свои курсы к доллару США или, скажем, к евро, или к корзине более сильных валют. Но сам факт привязки, особенно если коридор был известен, давал очень хорошую информацию для валютных спекулянтов. Они знали, в какой момент, при какой ситуации центральный банк приступит к интервенции, и могли, глядя на статистику валютных резервов (теперь эти данные публикуются), начать интервенцию в тот момент, когда правительство к этому менее всего готово.

Еще один важный фактор — долларизация внутренних расчетов развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Долларизация плоха для курса тем, что, например, если в России значительная часть денежной массы приходится на доллары, то наш Центральный банк, меняя ставку рефинансирования или какие-то другие условия параметров денежной кредитной политики, влияет только на часть





денежной массы, находящуюся в стране. Другая часть денежной массы неподвластна Центральному банку.

На графике «Волатильность курсов» — данные Банка международных расчетов тоже на апрель 2001 г — представлена волатильность курсов валют в основных парах: доллар — евро; доллар — японская иена; доллар — британский фунт; доллар — швейцарский франк; евро — японская иена и евро — британский фунт. Вы видите, что в паре доллар — евро волатильность была самой высокой за последние 10 лет. В паре доллар — британский фунт волатильность тоже была очень высокой. В паре доллар — швейцарский франк она опять-таки оказалась самой высокой за последние 10 лет, то же самое характерно для пары евро — японская иена. Иначе говоря, в 2001 г. изменчивость курсов, то есть амплитуда и частота их краткосрочных колебаний стали гораздо больше, чем раньше. И хотя не во всем здесь виновато введение евро, но вклад единой европейской валюты в этот процесс очевиден.

На графике «Структура валютных рынков» представлена структура валютных рынков в 2001 г. Из всех совершаемых в мире валютнообменных операций половина приходится на доллар США. Оговорюсь сразу, что указанные здесь проценты не совсем корректны, потому что в валютнообменных сделках всегда присутствуют две валюты, и общий итог должен быть равен 200%. Но это вводит в заблуждение аудиторию, и я решила применить обычную шкалу. Примерно пятая часть приходится на евро. Далее идет японская иена, фунт, швейцарский франк, канадский доллар. Остальные валюты, участвовавшие в исследовании Банка международных расчетов, занимают всего-навсего 2% от совершающихся в мире валютнообменных операций. Иначе говоря, рынки валют большинства стран очень маленькие, их объемы даже трудно сравнить с рынком доллара или евро. И, соответственно, удерживать стабильность на этих крошечных рынках при нынешних возможностях валютных спекулянтов гораздо сложнее, чем на таком рынке, как рынок доллара или рынок евро. Резкое размежевание крупных и мелких валют — одна из характерных черт.

Валютные рынки стран ведут себя по-разному. В таблице «Асимметрия сфер обращения валют» я попыталась представить общую картину происходящего. О чем идет речь? Например, американский доллар полностью (три плюса на схеме) обслуживает внутреннее обращение страны, почти всю национальную внешнюю торговлю. В США 90% внешнеторговых сделок — как экспорта, так и импорта — заключается в национальной валюте, в долларах. Он впечатляюще пред-

### Асимметрия сфер обращения валют

	USD	EUR, GBP JPY, CHF	NOK, DKK CAD, SGD	Прочие
Внутреннее обращение страны	+++	+++	+++	++
Национальная внешняя торговля	+++	++	+	–
Мировая торговля	++	+	–	–
Официальные резервы	++	+	–	–
Внутренний оборот других стран	++	+	–	–
Международные кредиты	++	+	–	–
Посредничество на валютных рынках	+++	+	–	–

ставлен в мировой торговле, в официальных резервах третьих стран, также во внутреннем обороте других стран, в международных кредитных операциях, доллар выполняет функцию посредника на международных валютных рынках. Для большинства валютных пар, например, *рубль — шведская крона, канадский доллар — японская иена*, не существует ликвидного, постоянно действующего рынка. Для того, чтобы обменять эти валюты друг на друга, операторы прибегают к двухступенчатым сделкам, например: российский рубль — американский доллар — шведская крона или мексиканский песо. То есть доллар работает как деньги на рынках, где продаются и покупаются деньги других стран.

Как выглядит эта же схема для резервных валют: евро, фунт, японская иена, швейцарский франк? Эти национальные валюты полностью обслуживают внутреннее обращение в своих странах. Они широко представлены в национальной внешней торговле: примерно половина внешней торговли этих стран производится в национальных валютах. Они в некоторой степени обслуживают мировую торговлю, присутствуют в официальных резервах третьих стран, иногда обслуживают внутренний оборот. Например, евро частично обслуживает внутренний оборот стран Центрально-Восточной Европы. В этих валютах выдается определенная часть международных кредитов, и они чуть-чуть участвуют как посредники на валютных рынках. Например, шведская крона меняется на швейцарский франк через иену.

Для международных валют — я имею в виду валюты, которые все-таки присутствуют в международном обороте и в которых совершается хоть какое-то количество сделок на внешних рынках, например, норвежская крона, датская крона, канадский доллар, сингапурский доллар, — ситуация следующая. Они полностью обслуживают свой внут-

### Механизм воспроизводства неравенства валют

Большой валютный рынок → Малая волатильность → Узкий спрэд → Большой спрос на валюту и активы в данной валюте

ренний оборот и слегка представлены в национальной внешней торговле, остальные функции они не выполняют. Что касается других валют, к которым относится и наш рубль, даже внутреннее обращение не полностью обслуживается национальной валютой. Все остальные функции отсутствуют.

На схеме «Механизм воспроизводства неравенства валют» отражено, как крупные валюты занимают все больше сегментов международного валютного рынка, мелкие или менее слабые валюты так и остаются слабыми. Как это получается? Благодаря большому объему, валютный рынок оказывается достаточно устойчивым, то есть для него характерна малая волатильность или малая изменчивость курса. Благодаря стабильности курса, спрэд, то есть разница между курсом покупки и продажи валюты, оказывается достаточно узким. Для пары с долларом США этот спрэд — самый узкий в мире. Например, если вы хотите обменять шведскую крону на доллар, то это вам обойдется дешевле, чем если вы захотите обменять шведскую крону на канадский доллар или даже на евро. Благодаря узкому спрэду возникает дополнительный спрос на валюту, потому что операторам удобно вести в ней операции. Эта валюта начинает выполнять функции посредника или, по экономической терминологии, *ведущей* валюты (vehicle currency) на международных валютных рынках. Возникает дополнительный спрос на валюту и номинированные в ней активы, то есть на акции облигаций в данной валюте, что опять приводит к разрастанию рынка, который благодаря своим размерам оказывается более устойчивым, чем другие рынки, — так этот механизм воспроизводится.

Несколько слов о том, какие выгоды получает сегодняшний лидер международных валютных рынков — доллар США, вернее, какие выгоды получает США от того, что доллар является доминирующей валютой. *Во-первых*, возможность проводить независимую экономическую политику, ни под кого не подстраиваясь. *Во-вторых*, — бесплатное внешнее финансирование за счет эмиссии. Как это получается? Если, например, Россия печатает дополнительные рубли, чтобы получить дополнительные средства, скажем, в государственный бюджет, то рано или поздно денежная масса внутри страны нарастает, возникает инфляционное давление, рубли обесцениваются. В США этого

не происходит, потому что, напечатав дополнительные доллары, США не сталкиваются с инфляционным давлением, так как эти доллары раз и навсегда уходят за границу. То есть за каждый кусок бумаги стоимостью в 4 цента, например, стодолларовую купюру, США могут получить и получают в течение многих лет товаров и услуг на 100 долларов реально. *В-третьих*, доходы от *сеньоража* — разницы между процентом, которые США должны были бы платить при выпуске государственных ценных бумаг и бесплатным финансированием за счет эмиссии, — оцениваются, примерно, в 15 млрд. долларов ежегодно. *В-четвертых*, благодаря тому, что доллар является главной мировой валютой, финансовые центры США получают дополнительные сегменты бизнеса, поскольку именно в долларах ведутся валютные операции, покупаются и продаются ценные бумаги. *И наконец*, операторы США могут не беспокоиться о курсовом риске и о конверсионных расходах, потому что большинство сделок даже с иностранными партнерами совершаются в их родной национальной валюте — никакой головной боли!

Давно стоит вопрос: можно ли в связи с нарастанием нестабильности международной валютной системы увязать курсы главных валют — в основном, доллара, евро и, возможно, иены — для того, чтобы избавиться от этого явления раз и навсегда? Напомню, что в 1985 и 1987 гг. страны Большой семерки заключили так называемое Соглашение Плазы (отель в Нью-Йорке) и Луврское соглашение, в соответствии с которыми они все вместе поддерживали падавший тогда курс доллара. Пределы колебаний, то есть момент, когда начинались интервенции, не разглашались и, благодаря этому, механизм оказался довольно эффективным.

Что препятствует сейчас заключению такого соглашения и увязки курсов доллара и евро? Еще при подготовке к введению евро этот вопрос активно обсуждался на встречах Большой семерки, но было решено, что такой увязки не получится. Почему? Потому что она требует согласования экономической политики США и ЕЭС, чего, скорее всего, не будет. В США и в ЕЭС не совпадают экономические циклы, разные модели рыночной экономики: в США, как мы знаем, гораздо более либеральные традиции, чем в Западной Европе. Есть еще одна тривиальная причина — отсутствие резервов для проведения результативных интервенций. Напомню, что в Федеральной резервной системе всего 60 млрд. долларов золотовалютных резервов, у Европейской валютной системы — 300 млрд. валютных резервов. Этого явно недостаточно, чтобы противостоять нападкам спекулянтов. Мы по-

мним, что когда дешевел евро, были проведены три интервенции в его поддержку, одна из которых с участием Федеральной резервной системы. Курс евро при этом никак не изменился.

Что предпринимает международное сообщество для стабилизации ситуации на международных валютных рынках? Во-первых, есть такое испытанное средство, как региональное валютное соглашение. Европа подает здесь пример: в 1972 г. была создана сначала «валютная змея», потом в 1979 г. — Европейская валютная система (ЕВС). Относительно новое явление XXI в. — «Инициатива Чианг Май»: страны Юго-Восточной Азии договорились о заключении соглашения *своп* между центральными банками Японии и других государств региона для поддержки курсов. В странах Меркосур (южная часть Латинской Америки) пока разрабатываются только общие планы по согласованию их денежно-кредитной и валютной политики. Что-то в этом направлении пытаемся делать и мы.

Какие есть еще инструменты стабилизации международной валютной системы? Вслед за региональными кризисами 1997 — 1998 гг. Большая семерка плюс четыре примкнувшие к ним страны создали Форум финансовой стабильности, который вырабатывает нормы поведения или действий финансовых организаций и усиливает надзор за состоянием финансовых рынков. На валютную стабильность это имеет очень опосредованное влияние, потому что Форум представляет собой микроэкономический инструмент, задача которого — уберечь финансовые рынки, рынки акций и облигаций от резких колебаний и обеспечить их стабильность.

Относительно новым в стабилизации международной валютной системы считается также совершенствование Системы расчетов в режиме реального времени: Real time gross settlement systems — по-русски это иногда называется «Системы валовых расчетов», которые появились в конце 80 — начале 90-х гг. Такие системы создаются сначала в рамках отдельной страны, обеспечивая быстрое прохождение платежей, потом они могут замыкаться друг на друга, как это произошло в зоне евро.

Усовершенствуется также Система международного клиринга. Совсем новое явление — это Continued linked settlement, созданная в 2002 г. по инициативе крупных коммерческих банков, штаб-квартира в Нью-Йорке. Основная идея — обеспечить прохождение платежей в двух разных валютах, то есть покупатель платит в одной валюте и ждет платежа в другой так, чтобы не было риска, что одна из частей этой сделки не будет совершена, и деньги не вернутся обратно.

И последний инструмент, применяемый в развивающихся странах, особенно в тех, которые подверглись кризису,— усиление валютного регулирования, введение подчас валютного ограничения. Например, в Аргентине произошел возврат к множественным курсам. Сюда же можно отнести знаменитый «налог Тобина», который еще не введен, но разговоры о том, чтобы создать специальный налог на перемещение краткосрочного спекулятивного капитала, имеют место.

Что касается выводов, то они, на мой взгляд, кратки и лаконичны.

*Во-первых*, механизмы Ямайской валютной системы, какой она была создана 27 лет назад, не рассчитаны на изменившиеся условия начала XXI в.

*Во-вторых*, источниками нестабильности международной валютной системы в ближайшее время будут нарастающая глобализация, глубокое неравенство валют и механизмов их курсообразования (речь идет о крупных и мелких валютах) и, естественно, конкуренция доллара и евро.

*В-третьих*, принимаемые мировым сообществом меры полезны, но они не дают исчерпывающего ответа, не предлагают системного решения.

### **С.П. Капица**

Спасибо. Вы очень ясно и четко изложили сложнейший круг вопросов. Какие будут вопросы к Ольге Витальевне?

### **А.Е. Шаститко**

Вопрос по поводу размера спрэда. С точки зрения возможных логик и доказательств, чем интенсивнее торгуется та или иная валюта, тем меньше спрэд. Но, с другой стороны, торгуемые валюты привлекают валютных спекулянтов из-за того, что можно сорвать куш. Происходящее сейчас с долларом и сильно изменившийся спрэд наводят на мысль, что такое может быть, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Учитывали ли Вы этот фактор? Если обратиться к ситуации с английским фунтом, когда его все-таки обвалили, можно ли однозначно говорить, что активная торгуемость автоматически ведет к узкому спрэду?

### **О.В. Буторина**

Конечно, большое количество совершаемых операций в той или иной валюте автоматически не приводит к тому, что спрэд по этой валюте всегда уже, чем по любым другим валютным парам, но это тен-



денция, из которой очень трудно выйти. Честно говоря, я не вижу связи между спрэдом и возможностью атаковать валюту. Скорее всего, связь существует между объемом рынка и возможностью атаковать валюту. Конечно, маленькую валюту атаковать легче-это понятно. Я думаю, если даже начнутся интервенции против доллара, курс изменится. Но согласитесь, мы не можем себе представить ситуацию, чтобы курс доллара упал в четыре или в пять раз, как это бывает с валютами развивающихся стран. То есть здесь объем выгоды валютных спекулянтов может быть больше, но разница курса, наверняка, не будет такой, какой, например, была в России в 1998 г.

#### **А.М. Годзинский**

У Вас как у специалиста должны быть какие-то ощущения в связи с посланием Президента. Скажите, пожалуйста, Вы рекомендуете России атаковать валюты на своей территории и поменять таким образом статус рубля? Во сколько это нам обойдется и какой результат мы можем получить по сравнению с затратами? Вы сказали, что рубль фактически валютой не является. У него нет таких высоких потребительских качеств как у ведущих валют, резервных валют.





А.М. Годзинский

**О.В. Буторина**

Я никогда не говорила, что рубль не является валютой. Я сознательно осталась жить в своей стране, занимаюсь валютными проблемами и считаю, что у нас хорошая валюта. Рубль, между прочим, теперь одна из самых древних валют в Европе, уступает в возрасте только британскому фунту (фунт появился в IX в., а рубль — в XI в.)

**А.М. Годзинский**

Но Вы показали, где находится рубль по потребительским качествам.

**О.В. Буторина**

Не по потребительским качествам, а по способности рубля выполнять функции денег. Я не слышала, чтобы Президент предлагал атаковать другие валюты. Я думаю, что речь идет о том, что наш рубль должен как можно более полноценно выполнять функции денег, в первую очередь, на территории страны, а в перспективе, возможно, и во внешних расчетах. То есть служить нормальным надежным средст-



вом накопления, средством обращения и мерой стоимости. Для того, чтобы это случилось, как мне представляется, Центральный банк в последнее время сделал многое, потому что снижение темпов инфляции позволило населению держать сбережения в рублях, и это уже достижение. Я надеюсь, что в ближайшее время увеличится доля рубля в обслуживании оборота в СНГ. Для этого тоже предпринимаются усилия.

Если говорить о качествах рубля, ликвидности или способности выполнять функции денег, по сравнению с другими валютами СНГ, в его пользу свидетельствует тот факт, что приезжая в Казахстан, Белоруссию или на Украину, мы всегда можем в любом обменном пункте обменять рубли на местную валюту. Вернувшись домой с этими валютами, которые не всегда разрешают вывозить, придется обойти много обменных пунктов, чтобы произвести обмен, и спрэд будет очень большой.

### **Л.Н. Красавина**

Спасибо, Ольга Витальевна за очень интересный доклад, но он вызывает и очень много вопросов. В частности, мы говорим о том, что переживает Ямайская валютная система, можно ли констатировать,

что сейчас происходит ее кризис? Когда начался кризис Бреттон-Вудской системы, то эксперты загодя разрабатывали проект перехода к новой мировой валютной системе. А идея многовалютного стандарта, ведь, давно пробивает себе путь. Каково Ваше мнение по этому вопросу? И как Вы оцениваете в связи с этим возможность не двухвалютной, а трехвалютной системы, учитывая широкое использование японской иены в азиатском регионе?

Очень интересная проблема, не прозвучавшая в докладе, — евро и развивающиеся страны. Речь идет о внедрении евро в бывшую зону французского франка. У нас еще об этом никто не пишет, а между тем, речь идет о 14 африканских странах.

Я думаю, Вы немножко сузили проблему и валютной интервенции. Дело не в ограниченных возможностях. Не потому не практикуются сейчас крупные валютные интервенции, что мало валютных резервов-их достаточно, если сосредоточить в одном направлении, — а потому что рациональные валютные власти давно убедились в неэффективности валютной интервенции.

И последнее. В периодизации мировых валютных систем у Вас образовались пустоты. После Генуэзской валютной системы с 1931 по 1944 г. ничего не было? То же самое и с Бреттон-Вудской системой: Вы сказали, что она завершила свое существование в 1971 г. А до 1978 г., точнее, до ратификации Ямайского соглашения была пустота? Здесь тоже, наверное, надо поставить точки над *i*.

### **О.В. Буторина**

Спасибо, Лидия Николаевна за прекрасные вопросы. Насчет пустот я хотела сказать отдельно. Начну с того, что таблица периодизации составлена по учебнику под Вашей редакцией, который я очень люблю. По поводу пустот — я считаю, что это были переходные времена.

Что касается возможного кризиса Ямайской системы, я думаю, окончание ее действия не за горами и, наверное, не сильно ошибусь, если скажу, что в ближайшие годы мы станем свидетелями крупных структурных изменений. Что будет между этими валютными системами — сказать трудно. Почти между каждой новой системой и старой были периоды движения и изменения, которые нельзя определить как новую систему, наблюдалась подчас хаотичная трансформация.

Возвращаясь к вопросу о единой валюте, которой занимались господа Г. Уайт и Дж. М. Кейнс до краха предыдущей системы, мне кажется симптоматичным, что совсем недавно Р. Манделл опять выступил с предложением (которое, кстати, проистекает теперь с берегов Атлан-

тики) создать общую единую валюту. Мне кажется, это один из признаков того, что доллар себя чувствует в этом мире не так уютно, как до возникновения евро. Я не думаю, что мировая единая валюта будет создана, по крайней мере, в обозримом будущем. Что касается трехвалютной вариации доллар-евро-иена, мне тоже трудно оценить ее перспективы. Увязка курсов очень сложна и, скорее всего, не получится. Я думаю, что иена в ближайшее время не станет сколько-нибудь серьезной валютой. Для того, чтобы валюта стала доминирующей или, по крайней мере, одной из главных мировых валют, нужен большой объем финансового рынка, нужно, чтобы этот финансовый рынок был относительно стабильным, глубоким и ликвидным, нужно, чтобы на нем было минимум валютных ограничений. Это не относится к Японии. Нужно, чтобы страна имела крупный ВВП. Все-таки ВВП Японии трудно сравнить с ВВП зоны евро и, тем более, США. Поэтому, мне кажется, японская иена сохранит роль или, может быть, даже нарастит функции лидирующей валюты в своем регионе — но не более того.

Что касается французского франка, — да, с момента введения евро, 1 января 1999 г., между 14 странами — бывшими колониями Франции, где ходил и продолжает ходить так называемый франк CFA, заключено специальное соглашение с Европейским центральным банком, по которому теперь эти валюты фактически привязаны к евро.

### **Л.И. Барон**

Во-первых, хотелось бы поблагодарить Ольгу Витальевну за актуальную книгу и не менее актуальное замечательное сообщение. Я полностью поддерживаю Вашу концепцию об отрыве курсообразования от паритета покупательной способности и других ментальных факторов в современном мире. Каков, с Вашей точки зрения, дальнейший потенциал ослабления курса доллара с учетом геополитической ситуации?

И второе. То, что Ямайская система не соответствует современным реалиям, стало ясно, наверное, через несколько лет после ее активной имплементации. Как Вы считаете, не слишком ли затянулся период разброда и шатания, и намечается ли хоть какая-то консолидация мировых усилий в области новой конструкции международной валютной системы? Ведь не только доллар чувствует себя неуютно, но и институты, обслуживающие нынешнюю международную валютную систему, доказали свою полную неспособность в администрировании финансовых кризисов. Я имею в виду, в первую очередь, институты группы Мирового банка и МВФ.

### **О.В. Буторина**

Начну с возможности падения доллара. Напомню, что 70% всех выпущенных долларов циркулируют за границей. При этом возможности США пристроить существующие и новые имитированные доллары совсем иные, чем это было в 90-е гг. В то время таким «пылесосом» долларов выступили страны с переходной экономикой, бывшие социалистические страны, куда удалось закачать большое количество зеленых банкнот. Других таких сфер не предвидится, потому что рынки Африки совсем не развиты и малы, рынки Латинской Америки уже под пятой доллара, рынок Европы имеет совсем другую конфигурацию. Что касается Азии, то там, во-первых, сравнительно сильна иена; во-вторых, официальные резервы в основном в долларах. И получается, что новых сфер для размещения долларов почти нет. Сказать, как поведут себя США, если вдруг инвесторы как государственные, так и частные, начнут в связи с ростом курса евро сбрасывать доллары и приобретать евро, очень трудно.

Во время своей последней встречи с представителями Европейского центрального банка я узнала, что, по их сведениям, динамика изменения валютной структуры официальных резервов такова, что в большинстве стран мира (как мы знаем, основная часть резервов сосредоточена в Азии, в таких странах, как Китай, Япония и другие) очень медленно переводят резервы из долларов в евро. Я думаю, медленно — не потому, что они такие экономически близорукие и не видят, что курс евро растет, а переведут они половину своих резервов из одной валюты в другую — и кризис международной валютной системы нам обеспечен. Я несколько раз писала в своих статьях о том, что если ситуация будет выходить из-под контроля, то у США не будет ни одного экономического инструмента для противостояния падению курса. И тогда будут применены административные инструменты — почти такие же, как в 1971 г., или какие-то другие по форме, но равные по сути.

Что касается нового механизма или новой системы управления — да, МВФ не так эффективен, как, мягко выражаясь, нам бы хотелось. Я думаю, в валютной сфере произойдет такой же сдвиг, как уже наметившийся в мировой политике. То есть группа ответственных стран — «большая семерка» или «большая восьмерка», возможно, «большая десятка» — будут играть все большую роль в этом процессе. Мы сейчас уже видим, что это происходит, потому что совместные интервенции по Соглашению Плазы и Луврскому соглашению в конце 80-х гг. инициировала «большая семерка», как и Фонд финансовой стабильности. С моей точки зрения, количество этих механизмов будет постепенно возрастать.

**С.П. Капица**

Я бы тоже хотел задать Вам один вопрос. Вами была упомянута диспропорция между объемами валюты в обращении: в торговле почти в 50 раз меньше, чем при валютных спекуляциях. Была идея обложить эти негодии Тобин-тексом, чтобы демпфировать их и уменьшить, с одной стороны, флуктуации в этой системе, указывающие на ее латентную нестабильность, а с другой,- получить источник дополнительных денег для международных акций. Такой налог с оборота, если так можно выразиться. Насколько это реально?

И второе. Сегодня В.В. Геращенко дал комментарий по поводу курса рубля. По его мнению, реальный курс составляет 15 рублей за доллар, а не 30 руб., как сейчас. Что Вы скажете по этому поводу?

**О.В. Буторина**

То, о чем говорит В.В. Геращенко,— это паритет покупательной способности. В соответствии с паритетом покупательной способности на 15 рублей в России можно купить столько буханок хлеба и бутылок молока, сколько на 1 доллар в США.

**Р.М. Энтов**

Прошу прощения, а кто это считал? Вы не могли бы сослаться на расчеты, на источник?

**О.В. Буторина**

К сожалению, с российским рублем ситуация не простая. По многим валютам стран ОЭСР это публикуется в их ежегодных статистических отчетах. По России эта цифра экспертная, и экспертная оценка колеблется от 40 до 70%. По нашим расчетам, паритет покупательной способности составляет 50% — это, мне кажется вполне, обоснованная цифра.

**О.Т. Богомолов**

Госкомстат дает 7 рублей. Таким образом, рубль недооценен не в 2, а в 4 раза.

**О.В. Буторина**

По поводу Тобин-текса. Почивший в прошлом году Тобин, действительно, прославился благодаря именно этому налогу, этому предложению, хотя он — автор множества полезных и интересных трудов. Его инициатива обсуждалась широко и в парламентах, и в централь-

ных банках разных стран. Ее, например, с большим воодушевлением поддержали канадцы, соответствующее постановление принимал Европейский парламент, но до сих пор этот налог не введен. Аргументы таковы, что налогообложение, которое само по себе будет очень небольшим, не станет барьером на пути движения спекулятивных капиталов. Этот крошечный налог не уберезет рынки стран, валюты которых могут стать потенциальной добычей для валютных спекулянтов.

### **С.П. Капица**

У Александра Ивановича Потемкина есть вопрос. Александр Иванович-новый директор ММВБ. Пользуясь случаем, мне хотелось бы поздравить его с этим назначением. Очень приятно, что Александр Иванович сразу активно включился в работу нашего клуба.

### **А.И. Потемкин**

Я хочу поблагодарить за то, что меня пригласили на это заседание. С удовольствием буду участвовать в работе Никитского клуба,— быть может, не так активно, как хотелось бы. И, конечно же, я хотел бы поблагодарить организаторов за именины сердца, которые мне сегодня устроили, выбрав для обсуждения близкую мне тему, которой я занимался всю жизнь.

Честно говоря, у меня было всего три часа времени, чтобы просмотреть книгу Ольги Витальевны, и я понял, что ее необходимо прочесть более внимательно: это будет не только полезно, но и доставит мне удовольствие.

Возвращаясь к обсуждению, хочу задать вопрос о долларизации мировой экономики. Вы сказали, что 70% долларов находится за границей. Во время стажировки в ФЕДе, я слышал, как сами американцы, руководители Центрального банка, неоднократно жаловались на эту проблему. То, что мы воспринимаем, как преимущество, которым они пользуются, для них-колоссальная головная боль, большая проблема.

### **С.П. Капица**

Проблема финансов или проблема ответственности?

### **А.И. Потемкин**

И то, и другое. Можно рассуждать, в чем эта проблема, структурировать ее — скорее всего, это вопрос ответственности, я согласен с Сергеем Петровичем. Но что касается упомянутых 70%, — здесь сразу надо определить, о какой денежной массе идет речь. Если о наличных



ЖК Клуб

Никитский



Фото Л. Панкратовой

А.И. Потемкин

деньгах в обращении, имея в виду «зеленый» доллар, наверное, так оно и есть — 70%.

### **Р.М. Энтов**

Совет управляющих Федеральной резервной системы дает другую оценку.

### **А.И. Потемкин**

Я ничего не утверждаю, я только спрашиваю. Вопрос, о какой денежной массе идет речь? Потому что часто долларизация состоит из двух частей: наличие активов в центральных банках и в валюте для нецентральных властей-в тех странах, где разрешается держать активы за границей. Например, в России банки имеют право официально держать активы в валюте. А если посмотреть международную валют-





ную позицию РФ, то ясно, что большие средства, порядка 10 млрд., держат в активах не монетарные власти, то есть не ЦБ и не Минфин. Эти активы уже относятся к категории M2, то есть денежной массе в широком понимании.

Мой вопрос заключается в том, как Вы оцениваете 70%: относительно M0 или M2? И, если можно, какова пропорция между M0 и M2 в долларо-денежной массе?

**О.В. Буторина**

Скажу честно, не знаю. Посмотрю. Что касается 70%, то, действительно, имелись в виду просто «зеленые» банкноты. Эта цифра хорошо прослеживается, потому что во время обмена 100-долларовых купюр все было посчитано.

**А.И. Неклесса**

Примерно, 1: 8 или 1:10.

**М.В. Ершов**

По официальным данным 2000 г., в том числе и ФЕДе, у нерезидентов находится 300 млрд. долларов.

### **А.С. Горелик**

У меня вопрос, касающийся другой валюты, хотя и умозрительной,— специальных прав заимствования (СПЗ) Международного валютного фонда. Прошедшая в прошлом году Монтеррейская конференция (по финансированию развития) в своих выводах и предложениях, в общем, согласилась с тем, что идею дополнительной эмиссии, СДР, надо держать в поле зрения. Как Вы смотрите на эту идею, есть ли, вообще, будущее у СДР? И второй вопрос: если СДР суждено сохраниться, считаете ли Вы так же, как и ряд исследователей, что СДР надо активнее использовать, чтобы разрешать проблемы стран, подверженных серьезным кризисам, не имеющих доступа к иным валютным резервам?

Ж Клуб

Нижинский



Фото Л. Панкратовой

А.С. Горелик

### **О.В. Буторина**

Я не считаю себя специалистом по СДР или СПЗ. На мой взгляд, это корзина, какую бы составил любой здравомыслящий человек, чтобы минимизировать свои валютные риски. Как вы знаете, с введением евро доля европейских валют в СДР была чуть-чуть увеличена за счет сокращения доли фунта — иены, доля доллара осталась той же самой. Способность СДР выполнять функции денег ничем не лучше, чем любой другой корзины, и ничем не лучше, чем доллара или евро. Здесь я не вижу каких-то особых преимуществ, кроме того, что в этом заключается консенсус стран — членов МВФ.

### **А.Д. Воскресенский**

Вы говорили о том, что нестабильности мировой валютной системы способствуют глобализация, конкуренция между долларом и евро, неравенство валют,— не упоминая о временном параметре. Надо ли понимать, что влияние указанных параметров таково в принципе? Если так, то в чем заключается логика влияния каждого из них на нестабильность мировой валютной системы?

### **О.В. Буторина**

Конкуренция евро и доллара мне кажется понятной, потому что евро служит, как я уже говорила, лучшей альтернативой доллару, чем прежние марка, франк, гульден: с появлением евро образовался гораздо больший сегмент рынка — это во-первых. Во-вторых, страны ЕЭС предпринимают сейчас массу усилий для того, чтобы сделать свой финансовый рынок более консолидированным и однородным. Это значит, что для внешних инвесторов возникают дополнительные стимулы покупать акции и облигации, номинированные в евро, охватывающие широкое общезаинансовое пространство, что вызывает дополнительный спрос на эту валюту. Кстати, по объему проданных новых выпусков государственных ценных бумаг евро уже догнал и даже в каких-то случаях перегнал доллар.

Что касается неравенства валют, моя идея заключается в том, что валютная либерализация, либерализация движения капиталов в целом очень полезна для стран с высоким уровнем развития экономики и крупными, стабильными валютными рынками. Но либерализация дает неоднозначные результаты на рынках других стран, в том числе стран с переходной экономикой. Напомню, что даже государства ЕЭС сняли последние ограничения на пути движения капитала между странами только в 1992 г., то есть совсем недавно. Вспомните, еще в середи-

не 70-х гг. подданные Великобритании не имели права покупать акции и облигации, номинированные в иностранных валютах. В 1983 г. во Франции были введены драконовские валютные ограничения с обязательствами продажи экспортной выручки, со специальной валютной книжкой для французов, выезжающих за рубеж, где указывалось, сколько ими потрачено франков. Такое же правило существовало во многих других развитых капиталистических странах. Причем количество денег, которое мог, например, взять с собой путешествующий норвежец или грек, было совсем мизерным — порядка 100, иногда 25 долларов. Валютные ограничения существовали чуть ли не до последнего времени. И после того, как бывшие социалистические страны влились в международный валютный рынок, к ним стали предъявлять требования, которые только-только были введены в действие в отношении стран с развитой рыночной экономикой. Это при том, что последние шли к снятию валютных ограничений на протяжении 30-40 лет после войны.

В результате глобализации перестали действовать многие ограничители в мировой валютной системе. Получилось, как в танке без перегородок: качать стало намного сильнее; плюс появление информационных технологий, позволяющих быстро осуществлять платежи и перелив валюты.

### **С.П. Капица**

Прежде, чем продолжить вопросы, я бы хотел сосредоточить внимание присутствующих, в первую очередь, на тех процессах в международной валютной системе, которые может вызвать глобализация. Я ожидал, что А.Д. Воскресенский обратит внимание на то, как Китай становится колоссальным вкладчиком в мировую валютную систему. В стране гигантский внутренний и внешнеторговый оборот. По-моему, американцы должны Китаю порядка 100 млрд. долларов, он влияет на целую систему тихоокеанского и азиатского регионов. Что будет с Китаем, предположим, через 20 лет? Другой мир?

Мне бы хотелось обратить внимание на эту, более сложную, по сравнению с техническими подробностями, проблему управления и функционирования валютных рынков.

### **И. Андреев, корреспондент «Новой газеты»**

Ольга Витальевна, Вы сказали, что, по Вашему мнению, Ямайская валютная система переживает нелегкие времена и конец ее существования не за горами. В условиях глобализации американский доллар несет, кроме прочего, важную специфическую функцию, являясь единой

мерой стоимости. На все товары производителей существуют фьючерсы в долларовом измерении. В условиях нестабильности его курса возникают большие сложности для участников экономических отношений: нужно ли подписывать срочный контракт в долларах, если через определенное время доллар девальвируется? Это один из факторов, который будет, очевидно, расшатывать мировую финансовую систему.

Каким образом может быть осуществлена перестройка международной валютной системы? Демонтаж или возникновение новой парадигмы отношений?

### **О.В. Буторина**

Если бы у меня был ответ на этот вопрос, то мне было бы зарезервировано место в книге Нобелевских лауреатов-в области экономики там пока нет ни одной женщины.

### **И. Андреев**

Предположение?

### **О.В. Буторина**

Если говорить серьезно, мне кажется, контуры будущей системы сейчас едва различимы, нам предстоит длинный период исканий.

Что касается выполнения долларом функции меры стоимости на товарных рынках-это так и не так. Это так для биржевых товаров, потому что операторам очень неудобно иметь две цены на однородные товары, которые продаются и покупаются в мире на стандартных условиях (нефть, какао-бобы, сталь, цветные металлы и. пр.). Хотя, если мне не изменяет память, на сахар и каучук существуют цены в разных валютах-в зависимости от рынка. Но даже с этими биржевыми товарами тоже можно работать в условиях усиления привлекательности евро. Классический пример: страны Персидского залива в 70-е гг. заключали контракты на поставку нефти в долларах. Доллары были валютой цены, но валютой платежа оставался фунт стерлингов. Такой вариант сейчас обсуждается на многих рынках.

Для товаров, где не существует единого мирового рынка, ситуация несколько иная. Например, наш Газпром в середине 80-х гг. половину газа, отправляемого в дальнее зарубежье, поставлял за европейские валюты- франки, шиллинги и марки. И сейчас эта доля, примерно, сохраняется, то есть часть газа уходит за евро. Даже в торговле нефтью возможны такие варианты, о чем неоднократно говорил глава Европейской комиссии Романо Проди на саммитах России и ЕЭС. В част-

ности, В.В.Путину было предложено осуществлять платежи за поставляемую в Европу нефть в евро. Я думаю, что рано или поздно мы к этому придем, потому что колебания между курсом доллара и евро не только сохранятся, но и будут большими. Поэтому такая страховка, хотя бы по некоторым товарам, я думаю, будет для нас выгодна.

### **Е.Л. Леонтьева**

Ольга Витальевна, если я правильно поняла, Вы считаете, что США однозначно не выгодно ослабление доллара. Но так ли это? Если речь идет только о конкуренции валют в рамках Ямайской системы, то, вероятно, это так.

Но в Штатах есть различные интересы, одним нужен доллар сильный, а другим-слабый. Долларовый оборот на мировых валютных рынках, действительно, огромен по сравнению с оборотом доллара в международной торговле. Вы совершенно правы в том, что валютный курс оторвался от торгового оборота. Но обратная связь сохранилась: американский торговый оборот очень зависит от валютного курса. Курсы доллара к евро, японской иене, китайскому юаню-это параметры экономической политики. От них зависит платежный баланс по текущим операциям и состояние отраслей американской экономики, подверженных давлению конкурирующего импорта. В Соединенных Штатах, в отличие от Японии, очевидные изменения в структуре шли за пределами обрабатывающей промышленности-в торговле, финансах, услугах. Многие торгуемые товары американского производства по конкурентоспособности в 60-80-х гг. уступили японским товарам, а сейчас уступают китайским.

Экономика США критически зависит от потребительского спроса, а между тем, доходы населения и рабочие места зависят не только и не столько от финансового сектора. Они определяются состоянием реального сектора. Давление протекционистских лобби на Администрацию и Конгресс очень сильно. Лоббирующие группы добиваются тарифной защиты, затевают тяжбы в ВТО, они заинтересованы в слабом долларе как способе поддержания экономического роста. А экономический рост США-это колоссальный прирост рынка для всего мира. Это мотор для мировой экономики.

Дело еще и в том, что дисбаланс по текущим операциям отражает нечто иное: избыток сбережений в Японии против недостатка сбережений в США. Норма валовых частных сбережений в Японии-порядка 26% ВВП, государственных (налоговые сборы минус трансферты) — колеблется между 1% и 10%, а общая норма национальных сбе-



режений — около 33%. В Штатах федеральные сбережения — негативная величина, а личные — около 4% ВВП против 14–15% в Японии. Недостаток сбережений покрывается импортом капиталов. Огромный приток капитала направляется в краткосрочные ценные бумаги на рынке США, а также в облигации американского казначейства, крупнейшим кредитором которого является Япония. Для импорта капиталов и финансирования бюджета нужен сильный доллар.

### **О.В. Буторина**

Согласна с Вами, и по этому поводу — два комментария.

Да, связь между курсом и товарными рынками сохранилась. Импорт инфляции никто не отменял, но вот в этом и весь фокус современных международных валютных отношений. То, что работает в Европе и в России, не работает в США. Какой там может быть импорт инфляции, если 90% импортных сделок заключается в родных долларах? Мало что меняется.

И второе. Заинтересованы ли США в росте курса евро? На мой взгляд, конечно, не заинтересованы. Постоянный или сохраняющийся в течение длительного времени рост курса евро неизбежно подтолкнет инвесторов к диверсификации их активов. Это создаст до-





полнительный спрос на евро и сужение спроса на доллары. Далее, на мой взгляд, ситуация окажется довольно сложной, потому что США не смогут пристроить высвобождаемые доллары без инфляционного давления на страну. Не было еще случая в мире, чтобы страна, имитирующая доминирующую валюту, ушла со сцены, распрощавшись по собственной воле с этой ролью. Я думаю, что США будут держаться за это, потому что дело здесь не только в экономике, хотя экономические выгоды довольно крупные, очевидны политические интересы, что мне трудно комментировать.

### **С.П. Капица**

После вопроса, который хочет задать вице-президент Ассоциации региональных банков России Константин Дмитриевич Лубенченко, мы перейдем к обсуждению.

### **К.Д. Лубенченко**

Ольга Витальевна, не слишком ли мы погорячились объявить, что доллар равен 15 рублям? На основании каких цен сделан вывод: столичных, средних региональных, например? По моим подсчетам, покупательная способность рубля, по крайней мере, в 10 раз ниже доллара.



### **О.В. Буторина**

Вы знаете, я всегда с благоговением отношусь к людям, которые сами делают такие сложные расчеты. О 50% я уже говорила, я сама эту цифру не считала. Я солидаризируюсь с ней, поскольку ее, во-первых, называет большинство экспертов и, во-вторых, мы можем сравнить покупательную способность рубля и доллара, когда путешествуем из России даже в Европу.

Есть стандартная корзина, в которую входит определенный набор товаров: электричество, плата за коммунальные услуги, ипотека и т.д. На основе этой корзины делаются такие сопоставления. Результат будет зависеть от того, какова ваша корзина: если в ней другие товары или другие услуги, то, наверняка, вы получите и другой результат.

### **С.П. Капица**

Спасибо, Ольга Витальевна. Теперь мы переходим, к обсуждению. Я прошу первым выступить советника РАН, почетного директора Института международных и политических исследований Олега Тимофеевича Богомолова.

### **О.Т. Богомолов**

Ольга Витальевна с большим знанием дела нарисовала картину состояния мировой валютной системы и, на мой взгляд, ее правильный вывод состоит в том, что эта система находится на пороге изменений, может быть, даже драматических. Господствующую роль в системе международных расчетов до сих пор занимал доллар, что давало США колоссальные экономические преимущества. Но доминирование одной страны в экономике, политике или в военной сфере порождает контрдействия.

В чем состоят преимущества США от того, что их валюта стала главной валютой в международных расчетах? За пределами США находится в обращении в виде банкнот 300 млрд. долларов. Это беспроцентный и долгосрочный кредит, которым пользуются США. К этому нужно добавить 1 трлн. долларов, которые все остальные страны держат в качестве официальных резервов. Получается 1 трлн. 300 млрд. Добавьте резервы банков других стран, банковские депозиты в долларах — не знаю точно, сколько, но думаю, что эта цифра тоже крупная, наверное, не одна сотня млрд. долларов. Плюс к тому — американские государственные ценные бумаги в странах с активным платежным балансом, прежде всего, в Японии. По официальной статистике, эта сумма составляет больше 1 трлн. долларов.

Таким образом, США пользуются кредитом остального мира, частично бесплатным и беспроцентным, в сумме около 2-3 трлн. долларов. Таким кредитом не пользуется ни одна страна в мире-это особая привилегия США. Естественно, европейские страны хотели бы часть этой привилегии отнять у США. И я думаю, что создание единой европейской валюты евро преследует в том числе и эту цель. То есть, по видимому, все доходы и преимущества США придется разделить, по крайней мере, с ЕЭС.

По поводу устойчивости и перспектив доллара. Помимо того, что США самый крупный должник в мире, эта страна последние 2-3 года, а может быть и 4, имеет огромный дефицит платежного баланса в размере от 400 до 500 млрд. долларов (в текущем году эта сумма, очевидно, будет такой же). Это означает, что США потребляют внутри страны товаров и услуг на полтриллиона больше, чем производят сами. Такое состояние не может быть бесконечным. Конечно, страны, кредитующие США, в том числе и Россия, вряд ли заинтересованы в обесценивании доллара, потому что это принесет немалые потери и собственным гражданам. У населения России около 70 млрд. долларов в банкнотах. Обесценение доллара на 15-20% ударило уже по бюджету выезжающих отдыхать на европейские или турецкие курорты.

Какова же позиция американской администрации и американского бизнеса? Есть признаки того, что американская администрация не очень склонна делать какие-то интервенции и напрягать усилия для поддержания доллара. Дж. Сорос и ряд других крупных финансистов уже заявили, что часть своих резервов и своих капиталов они переводят в другие валюты. Обесценение доллара, конечно,— катастрофа, но постепенное приведение доллара ближе к паритету покупательной способности в отношении евро все-таки вероятно. Очень соблазнительно обесценить доллар еще на 15%, сократив тем самым американскую задолженность перед всем остальным миром на 200-300-500 млрд. долларов. Кроме того, американская экономика находится в трудном положении: продолжается рецессия, и снижение процентной ставки не дало еще того эффекта, на который рассчитывал глава Федеральной резервной системы США А. Гринспен. А некоторое обесценение доллара могло бы стимулировать американский экспорт и облегчить задачу погашения колоссального сальдо платежного баланса.

Европейцы, со своей стороны, конечно, боятся, что доллар значительно упадет по отношению к евро, потому что это уменьшит конкурентоспособность европейского экспорта на американский рынок.



О.Т. Богомолов

Словом, картина противоречивая. Но мир все-таки склоняется к тому, чтобы было, по крайней мере, два, а может быть, и три полюса в валютной системе. В американских газетах, которые я читал, говорят, что в экономике мир уже двуполярный, имея в виду Европейский союз, вполне сопоставимый с США по экономическому потенциалу. А если европейская валюта станет одной из крупнейших мировых валют, то так оно и будет.

Несколько слов о рубле. Появились высказывания, что надо сделать рубль преобладающей валютой в России и, более того, заключать сделки с остальным миром только в рублях, будто, мир с охотой примет нашу валюту в качестве валюты сделок, а, может быть, и валюты расчетов. По-моему, это неразумное мнение, потому что роль международной валюты завоевывается в результате длительного развития, роста и расширения экономического потенциала страны. Рубль еще

не может на это рассчитывать. Кроме того, инфляция в России в этом году, вероятно, тоже составит не меньше 15%. Уж очень нестабильна позиция рубля, с точки зрения требований к международной валюте. Хотя мы заинтересованы в том, чтобы рубль, по крайней мере, обслуживал расчеты внутри постсоветского пространства, но для этого нам нужно прежде навести порядок у себя дома.

### **С.П. Капица**

Спасибо, Олег Тимофеевич. Вы задали некий тон дальнейшему обсуждению: нам надо говорить о крупных проблемах международной валютной системы.

Сейчас я хотел бы просить выступить Револьда Михайловича Энтова, председателя Учебно-методического совета, заведующего кафедрой ВШЭ, заведующего отделом ИМЭМО РАН.

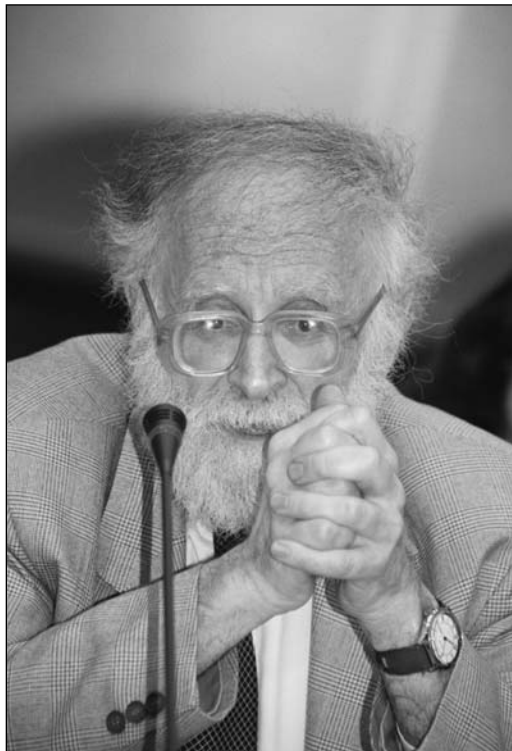
### **Р.М. Энтов**

Я коснусь одного более общего вопроса, но прежде сделаю два технических замечания.

Мне кажется, что доклад О.В. Буториной был интересным и поставил большое количество проблем. Было показано, как абсолютно справедливо отметил Олег Тимофеевич, что валютная система — на пороге существенных изменений. Вместе с тем, есть некоторые частные вопросы, вызвавшие дискуссию, на которых я хотел бы остановиться.

Первый частный вопрос — о количестве американских «зелененьких бумажек» за границей. Есть много косвенных способов, используемых исследовательским отделом Совета управляющих Федеральной резервной системы США, чтобы оценить их объем. Прежде всего, банки просят оценить изменения между оборотом 20-долларовых купюр и 50- и 100-долларовых купюр, которые обычно вывозятся. Во-вторых, 20-долларовые купюры — новая основная «рабочая лошадка» американской наличности, рассчитанная на 2,5–4 тыс. транзакций. Выдерживает и больше: есть много механических способов, чтобы посмотреть, насколько быстро купюра изнашивается и каково замещение крупных купюр 20-долларовыми.

На основании многих факторов профессор, работавший в Совете управляющих Федеральной резервной системы, используя полуофициальные методы оценки, с которыми выразил согласие Совет управляющих Федеральной резервной системы, пришел к выводу, что от 30 до 35% наличной валюты находится за границей. Это последние



Р.М. Энтов

оценки Совета управляющих Федеральной резервной системы, которые, наверное, не идеальны, но я не знаю лучших.

Вторая большая тема, которую затрагивали сегодня неоднократно, — роль паритета покупательной способности. Я заметил: чем дальше человек от конкретных расчетов, тем с большей уверенностью он называет ту или иную цифру. Например, Виктор Владимирович Герашенко так же, как и Ольга Витальевна, с уверенностью говорит, что доллар сегодня стоит, примерно, 15 рублей. На протяжении последних 20 лет мне известно всего одно серьезное исследование — Хестона и Брюса Саммерса, профессора Пенсильванского университета, на что была выделена круглая сумма, порядка 5 млн. долларов, которой им тоже не хватило для проведения полных расчетов. Они анализировали соотношение покупательной способности лишь по корзи-

не торгуемых товаров. У этих исследователей очень трудно получить конкретный ответ, касающийся расчетов. Они вздыхают и говорят, представьте, что вам нужно сопоставить цену американского «Линкольна» и российского «Запорожца» или «Оки». Как вы будете приводить их к одному уровню, или как вы будете приводить к одному уровню американский гамбургер и, скажем, российскую котлету «по-киевски», или японское блюдо? Как вы найдете общий эквивалент? Но худо ли, бедно Хестон с Саммерсом посчитали этот эквивалент на начало 90-х гг. С тех пор, ничтоже сумняшеся, к этому соотношению привешивают индексы, в которые входит совсем другая корзина, посчитанная совсем другим образом, и делают тешащие нас выводы по поводу рубля, который еще себя покажет. Что, на самом деле, на этот рубль можно купить вдвое больше товаров, чем по паритету покупательной способности или что-то в таком духе.

Я хотел бы, чтобы меня правильно поняли. Я совсем не предполагаю, что сегодняшние валютные курсы определяются паритетом покупательной способности,— об этом писал сам Кассель, на которого справедливо ссылалась докладчица. Не могут они сегодня определяться паритетом покупательной способности в краткосрочной перспективе. Но в долгосрочной перспективе это несоответствие не может нарастать вопреки тому, что в последнее время говорится во всех известных мне материалах о покупательной способности рубля. В долгосрочной перспективе есть достаточно мощные рыночные силы, которые постепенно приближают соответствие валютных курсов к относительным ценам. Это несколько частных вопросов.

Далее, более общий вопрос. Я представляю здесь Институт мировой экономики и международных отношений, который много лет занимался тем, что объяснял, почему капиталистическая система находится в состоянии глубокого кризиса и придумывал другие кризисы. Я узнал обо всех этих кризисах, когда был совсем молодым человеком, из университетских курсов. Я узнал, что есть общий кризис капитализма с его тремя стадиями — кризис мирового хозяйства, кризис финансовой системы, кризис валютной системы и далее со всеми останковками. Сейчас я уже сильно немолодой человек и должен сказать, что после 50-ти лет, когда я присматриваюсь к больному, который болеет всеми этими болезнями, обнаруживаю, что он в общем-то не так уж и плох для такого количества болезней, которые мы на него навешиваем. Я боюсь, что это относится и к оценке валютной системы, которую мы сегодня называли крайне нестабильной и т.п. Мы ее много раз хоронили. Но сегодня я не вижу валютной войны, которая в 30-е

годы привела к полной дезорганизации систему мировых финансов. Каждая страна проталкивала свои товары на мировой рынок за счет обесценения собственной валюты, и это привело к полной дезорганизации международного оборота. Когда разразился кризис Бреттон-Вудской системы, специалисты говорили, что ни движение капиталов, ни торговля не выдержат плавающих курсов. Как это так, мы не знаем, сколько завтра будут давать франков за доллар — ясно, что все разрушится! Система все это прекрасно выдержала, и переход к плавающим курсам существенно уменьшил многие недостатки системы валютных курсов.

Ольга Витальевна очень изящно выразилась: «Никто не отменял импорт инфляции». Но Ольга Витальевна не хуже меня знает, что переход системы фиксированных курсов к системе плавающих сильно ограничил импорт инфляции, сделал его гораздо менее интенсивным, чем он был в системе фиксированных валютных курсов. Есть целый ряд других соображений, говорящих о том, что больной все-таки подает еще достаточно много признаков жизни и, может быть, даже жизнерадостности. Перечень претензий, которые мы предъявляем сегодня к состоянию его здоровья, иногда вызывает вопросы.

Высказывается соображение о неэффективности валютных интервенций, основанное на том, какие маленькие резервы и какие большие обороты. Это, мягко говоря, не совсем корректно. Существует целый ряд эконометрических расчетов, огромное количество литературы, и общий вывод, как он рисуется мне, скорее, обратный тому, что было услышано из доклада. Например, неэффективность процентной политики: поднимали до 500%, а все равно пришлось девальвировать. А кто сказал, что если есть какие-то фундаментальные несоответствия, их можно скомпенсировать процентной ставкой? Такой теории никогда не было. Теория говорит о том, что если у вас есть фундаментальные несоответствия, то вы можете вдохнуть на день, на неделю жизнь в старый валютный курс. Так и происходило: когда Центробанк вздернул наш курс, нам удалось предотвратить девальвацию рубля, но ненадолго. Это нормально. Это вполне совпадает с представлениями о современном валютном регулировании. И вряд ли мы можем рассчитывать на то, что кто-нибудь когда-нибудь и где-нибудь сможет регулировать валютные курсы с помощью одного лишь процента.

Я думаю, что сюда, может быть, не стоит и чрезмерно вносить политику. Вот, например, закрепляется неравенство валют. Я призываю на секунду задуматься над этим. Представьте себе, что сегодня роль vehi-



cle currency исполняют 160 валют. Удобно, хорошо ли это? Каковы при этом должны быть транзакционные издержки? Конечно, не политкорректно, когда одна-две валюты ведущие, а остальные, вроде бы, в неравном положении. Не политкорректно, я с вами согласен, но, может быть, более эффективно. Может быть, это экономит транзакционные издержки. Может быть, поэтому не надо так уж оплакивать ситуацию, в которой одна-две валюты играют ведущую роль.

Доллар играет ведущую роль и как средство платежа и как резервная валюта. Это приносит выгоды США. Эти выгоды были перечислены, может быть, не совсем четко, и я не понял, почему двумя различными статьями: одна — доход от эмиссии, а другая — сеньораж. В моем представлении это одно и то же. Но это частности, в которые Сергей Петрович не разрешает нам вдаваться.

Я хочу сказать о другом. Наряду с большими выгодами от того, что доллар — резервная валюта, основное средство платежа, США сталкиваются со многими неудобствами и издержками. И США уже приходилось платить по этому счету довольно много, и придется платить еще. Если бы сегодня возник вопрос о том, чтобы рубль стал резервной валютой, например, на пространстве СНГ, то следовало бы крепко подумать, хотим ли мы иметь все выгоды, которые нам рисуют, и иметь при этом все проблемы, которые неизбежно наваливаются на страну, чья валюта является резервной?

Главное мое пожелание автору — сделать более сбалансированным анализ. Существует очень развитая валютная теория, опубликованы тысячи работ, где эконометрически рассчитываются многие из эффектов, на которые ссылался автор. Если бы они были использованы, то доклад получился бы более сбалансированным.

### **М.В. Ершов**

Револьд Михайлович, можно вопрос? В ИМЭМО недавно вышла очень хорошая книга, кажется, она называется «Россия в мировой экономике», под редакцией Дынкина А.А. В частности, там приводится обширное сопоставление ВВП, в том числе с ППС. Я хотел бы уточнить Вашу точку зрения. Насколько я помню, оценки паритета покупательной силы, которое приводится в книге с учетом ППС, достаточно близки к цифрам, которые называет Ольга Витальевна. Вы не согласны с теми оценками? Вы сослались на данные американского исследования — интересно было бы также узнать, какие цифры в результате получились на начало 90-х со всеми условностями соотношений качества, рубля и доллара и т.д.?



### **Р.М. Энгов**

Попробую коротко ответить на этот вопрос. Я, действительно, много лет работаю в ИМЭМО. Но это не означает, что я несу ответственность за все, что написано в каждой книге с грифом ИМЭМО. В Институте большое количество авторов. В свое время был у нас был сектор, который специально занимался расчетами паритетов покупательной способности. Когда-то им руководил Валентин Михайлович Кудров. Всегда, когда мы производили такие расчеты, то выбирали паритеты покупательной способности по группам товаров — по металлорежущим станкам, по такой-то группе пищевых товаров, по такой-то группе текстильных товаров. Это позволяло ввести чуть большую точность, хотя точности Саммерса-Хестона мы не достигли. Я не знаю, на какие оценки опирались в последних работах. Мне совестно, но я не вникал в это дело, потому что такая работа достаточно далека от валютных проблем.

### **Л.М. Григорьев**

Для содержательного обсуждения вопроса о валютах необходимо четко размежеваться от «паритета покупательной способности». В экономических измерениях, в отличие от физики, где о мерах обычно заранее договорились, много неопределенности. В работе, которую все могут посмотреть — МВФ, 2002 г., — есть табличка, которую я примерно воспроизведу на память. Хочу напомнить, что этот способ расчета был придуман для сравнительной оценки личного потребления в мире (в статистике) для случаев, поддающихся проверке. Метод мало подходит для экспорта, импорта, где практически все — в реальных ценах. Невозможно переоценить государственные расходы и почти невозможно — инвестиционные товары. Это первое, поэтому переход на оценку ВВП по ППС, хоть и приятен, но воспринимать его надо с осторожностью: он про качество потребления, а не про качество производства или скрытую от нас втрое более высокую производительность труда.

Второе — техническая справка по доллару и рублю. Доля вклада трех компонентов — жилищные услуги, образование, здравоохранение в России — по текущему курсу составляет 11,1% ВВП. По текущему курсу 2,5 тысячи долларов приходится на нашу каждую академическую душу. При пересчете по паритету МВФ (на 1999 г.) доля этих трех компонентов увеличивается до 39,4% при, соответственно, около 7,5 тысяч долларов ВВП на душу населения. Тем самым, большая часть увеличения нашего ВВП по паритетам по сравнению с текущим курсом происходит из переоценки образования, здравоохранения и крыш над нашими головами. Что касается покупательной способ-

ности страны, здесь говорить не о чем: все, чем мы торгуем на экспорт — нефть и пр. (56% экспорта 2002 г. — углеводороды), — продается по мировым нормальным ценам, которые мы никак переоценить не можем. Наш экспорт может быть недооценен в пределах 10% промышленных товаров. Так что главным образом переоценивать в сторону увеличения в стране можно только наше бесценное образование, с помощью которого мы производим замечательных людей, которых экспортируем туда, где паритеты выше.

### **С.П. Капица**

Я хочу сказать, что в физике с измерениями тоже все не так просто. Практически до Французской революции в каждом государстве была своя мера весов и мер. После Французской революции была принята единая система, хотя до сих пор она не введена в англоговорящих странах, в первую очередь в Америке. В Америке до сих пор измеряют в дюймах, милях и фунтах, вместо килограммов, сантиметров и метров. Баррель тоже единица не физическая. Внедрение таких систем занимает долгое время, оно происходит постепенно.

Я вспоминаю, как некоторое время назад на юбилее Револьда Михайловича Энтова в ИМЭМО, мы разговорились с ним о моих занятиях демографией. Я тогда пытался экономически обосновать, что человек является универсальной единицей. Подчеркивая противоречивость системы измерения, я задавался вопросом, какова цена информации, полученной 2000 лет назад за 30 сребреников, какой она имеет человеческий смысл? Замечание Револьда Михайловича было очень существенным: один рабочий день человека в восточных областях Римской империи. То есть вопросу, поставленному с провокационной целью удалось сразу придать количественную основу.

### **Р.М. Энтов**

Совершенно верно, Сергей Петрович. И сколько долларов означает 30 сребреников?

### **С.П. Капица**

Наверное, примерно месячная зарплата, то есть 4-5 тыс. долларов по нынешним ценам. Оказывается, таким вопросам можно придать количественное измерение — это на меня произвело большое впечатление. А уточнять их можно, по-видимому, бесконечно. Поэтому я еще раз хочу поблагодарить Револьда Михайловича за его выводы и продолжить обсуждение.

**А.М. Годзинский**

Можно короткий вопрос к Револьду Михайловичу? В своем выступлении Вы сказали, что лидерство доллара дает Америке как преимуществу, так и в равной мере вызывает недостатки. Не могли бы Вы точно указать, в чем состоят эти недостатки? Какие убытки США несут в связи с лидерством доллара?

**Р.М. Энгов**

Я никоим образом не пытался утверждать, что недостатки равны преимуществам.

**А.М. Годзинский**

Такое возникло ощущение.

**Р.М. Энгов**

Виноват, я пытался очень коротко изложить свои соображения и уложиться в выделенные мне 7 минут. Сейчас попробую уложиться в минуту. По-видимому, на разных этапах функционирования международной валютной системы США то пожинают плоды того, что их валюта является резервной, то пожинали проблемы, которые этим вызваны. Укажу на один момент, напомним простейший случай — Бреттон-Вудская система. Доллар был резервной валютой, все очень охотно брали в уплату долларовые обязательства, что позволяло США приобретать огромные активы за границей. Когда резервные обязательства в 5-6 раз превысили золотой запас, хранившийся в Форте Нокс, отдельные строптивные страны, например, Франция, возглавляемая Де Голем, сказала: «Хватит долларовых обязательств. Пожалуйста, деньги на бочку — золото!» И на экранах телевизоров всего мира показывали, как ящики с золотом из Форга Нокс кочуют во Французский национальный банк. Тогда стало ясно, что США нужно срочно что-то предпринимать, они не могут рассчитаться по всем своим обязательствам. Вы думаете, это простая проблема?

**А.М. Годзинский**

Нет, я думаю это не проблема, если умно вести политику и не доводить дело до оплаты, как у них это получается сегодня. Они увеличили госдолг. Вы заметили, как две недели назад они увеличили госдолг на триллион? И это постоянно продолжается. В чем состоят недостатки для США?

### **Р.М. Энтов**

Давайте ограничимся тем, что скажем, что США просто не знают секрета, как умно вести политику. Если бы они умнее вели политику, то не имели бы проблем. У меня нет такого впечатления.

### **С.П. Капица**

Спасибо. Теперь я бы хотел предоставить слово главному научному сотруднику Центра японских и тихоокеанских исследований ИМЭМО Елене Львовне Леонтьевой.

### **Е.Л. Леонтьева**

Я представляю ИМЭМО и узкоспециализированный отряд людей, занимающихся экономикой Японии.

Сегодня возник вопрос, будет ли иена выступать в качестве одной из мировых валют, потому что 13% мирового оборота — это уже немало. Но это еще немного. В свое время денежные власти Японии очень долго, вплоть до 1971 г., держали фиксированный курс иены и не выпускали ее в международный оборот. До сих пор только 40% японского экспорта и 20% импорта номинированы в иенах. К тому же около 40% японского импорта приходится на сырьевые товары, цены которых определяются на глобальных биржевых рынках в американских долларах. Но иена потенциально может занять в мировом валютном обороте более значительное место.

Дело в том, что Япония оставалась в стороне от интеграционных процессов, так как окружение в Тихоокеанском регионе было совершенно неадекватно задачам создания регионального блока. Сейчас условия для региональной интеграции начинают созревать. Из Японии идет колоссальный поток инвестиций, главным образом, в Китай. Китай сейчас занимает первое место в японском торговом обороте, оттеснив США. На этом гигантском потоке начинает подниматься экономика Тихоокеанского региона, где Япония является мощным центром притяжения для азиатских стран, источником технологий и капиталов и крупнейшим рынком. Фактически это устойчивый неформальный торговый блок. Однако Япония не превратила иену в ключевую валюту для региональных расчётов, которые идут главным образом в долларах США. До сих пор многие валюты региона, в первую очередь юань, привязаны к доллару. Пока эта привязка — объективное препятствие к тому, чтобы иена приняла на себя роль региональной валюты. Пока японские денежные власти боятся рисков, связанных с функцией валюты, обслуживающей большой регион. Но положение может измениться. Это первое.

Второе. Сегодня говорили об источниках нестабильности международной валютной системы. Р.М. Энгов верно заметил, что это не та нестабильность, при которой все может рухнуть. Можно говорить только о факторах, вызывающих неустойчивость отношений в валютной системе. Я хочу сказать об одном из них — тенденции к дефляции в национальных экономиках. В нашей прессе это слово только-только появилось в газетах. На Западе этот феномен обсуждают уже лет пять и на эту тему существует много специальных исследований. Недавно, 30 апреля, МВФ опубликовал доклад с оценками возможности дефляции в разных странах. Япония в такой ситуации живет уже, по крайней мере, с 1993 г.: постепенное понижение уровня цен — одна из главных причин того, что экономика Японии находится в состоянии длительной стагнации и не может из нее выйти.

В докладе МВФ Россия отнесена к странам, для которых риска дефляции нет, Америка — для которых он невелик. Кроме Японии, высокий риск дефляции в зоне евро имеет Германия, вне зоны евро — Швейцария. Дефляция очень неприятная вещь, когда оказывается устойчивой и длительной: дорожают кредиты, сокращаются инвестиции, появляется долговой навес на балансе предприятий и банков. Это проблема, от которой очень трудно избавиться при помощи такого традиционного инструмента денежного хозяйства, как учетная ставка по векселям, от которой зависит уровень ссудного процента. Потому что, когда процент приближается к нулю, нарушается финансовое посредничество банков в экономике.

Я не буду углубляться в специфику этой проблемы, скажу только, что для того, чтобы выйти из состояния дефляции, нужен шок, положительный позитивный шок в виде какого-то крупного впрыскивания в экономику, допустим, бюджетных расходов. К сожалению, Япония этот путь исчерпала в 95-96 гг. Там сейчас накопленный дефицит бюджета составляет 142% валового внутреннего продукта, текущий — 7%. Короче говоря, им этим заниматься больше нельзя. Но и Германия, между прочим, связана правилами Маастрихтского соглашения, которые делают фискальную политику Германии в зоне евро очень негибкой. И что будет, если Германия попадет на эту стезю, предсказать пока трудно.

И последнее — о валютных интервенциях. На примере сегодняшней Японии я бы не сказала, что они незначительные и почти ничего не меняют. Действительно, курс иены сейчас единственный инструмент, который может японцам помочь выйти из стагнации через экспорт. И они очень заинтересованы в том, чтобы этот курс понизить,

а он упрямо растет. В апреле 2003 г., когда он дошел до 115 иен за доллар, банки Японии и Министерство финансов провели интервенцию в размере 33 млрд. долларов. Это четверть положительного сальдо по текущим платежам Японии — сумма колоссальная. Курс иены удалось понизить со 115 до 118 иен. Одновременно японцы провели стерилизацию доллара, вложив эту сумму в долгосрочные облигации американского казначейства. Этим они профинансировали федеральный бюджет и, в конечном счете, поддержали курс доллара. Пока неясно, каков дальнейший исход этой игры, но понятно, что игры валютных курсов гораздо более сложны и имеют более многоцелевой характер, чем просто сфера валютных отношений.

### **С.П. Капица**

По-моему, важно, что Вы обратили внимание на дефляцию. Что касается Вашего последнего замечания по поводу игры с валютными курсами, это и есть уже один из крупнейших инструментов современной глобальной политики.

А.Д. Воскресенский хочет сказать несколько слов о китайском факторе.

### **А.Д. Воскресенский**

Я не могу назвать себя специалистом по валютной системе Китая, поэтому остановлюсь только на трех небольших вопросах.

В Азии действительно идет достаточно сложная игра. Можно сказать в целом, что японцы поддержали американскую политику, а Китай скорее ее не поддержал, чем поддержал. На это указывают три интересных момента. Первый состоит в том, что Китай очень активно выступил за перевод своих валютных резервов в евро. Правда, пока не очень понятно, как все происходило в реальности и что сделано на практике.

Второе. Китай не девальвировал юань во время азиатского кризиса, как ожидалось многими. Тем самым Китай в значительной степени косвенно взял бремя кризиса на себя, что было высоко оценено в регионе.

Третье, о чем меньше всего известно, но, судя по всему, это происходит — формирование юаневой валютной зоны. С высокой степенью определенности можно говорить о двух таких частичных «юаневых» зонах — Центральная Азия и, частично, Большой Китай. Дальше, экстраполируя эту и другие тенденции, можно предположить форсированное провозглашение различных свободных экономических зон

или взаимосвязанных экономических зон АСЕАН и Китай (АСЕАН +2+Китай и т.д.).

Таким образом, сегодня я бы не стал строить долгосрочные прогнозы по поводу того, что может стать региональной валютой — иена или что-то другое. Здесь масса вопросов, связанных, прежде всего, с разными оценками по поводу того, как будет развиваться Китай. Но сбрасывать со счетов этот фактор, я думаю, нельзя.

### **С.П. Капица**

Сейчас я хотел бы просить дать свои замечания Вадима Борисовича Лукова, посла по особым поручениям МИД РФ.

### **В.Б. Луков**

Как историку мне было очень интересно услышать от Ольги Витальевны о том, что было с валютной системой, а как практика меня, конечно, интересует, что с ней будет дальше.

Ход обсуждения валютно-финансовых вопросов в рамках «большой восьмерки» в последние месяцы позволяет, на мой взгляд, выделить следующие факторы, которые учитываются политическими и деловыми кругами в странах, выступающих в роли главных участников международной валютной системы.

Первый и весьма серьезный фактор — декапитализация фондового рынка. Обратите внимание: за три года фондовый рынок «похудел» на 40%, или на 13 трлн. долларов. Этот фактор будет оказывать долгосрочное противоречивое воздействие на фондовые и валютные рынки, а через них — на мировую валютную систему.

Второй фактор — определенная локализация, «разъединение» региональных валютных и фондовых рынков, особенно т.н. «молодых» рынков. Объединявший их западный спекулятивный капитал, обжегшись на азиатском кризисе 1997-1998 гг., в основном ушел с таких рынков. С одной стороны, это повышает кризисную устойчивость этих рынков, а с другой, — конечно же, создает опять перекапитализацию на отдельных участках международного валютного рынка, порождая ресурсы для новых «атак» валютных спекулянтов на слабеющие валюты.

Третий фактор. Зарубежные аналитики отмечают, что в последнее время произошло определенное укрепление стабильности международной финансовой системы за счет того, что удалось смягчить и локализовать финансово-экономический кризис в Аргентине. Его углубление было чревато, прежде всего, цепным кризисом сразу в не-



Ж Клуб

Никитский



Фото Л. Панкратовой

А.Д. Воскресенский

скольких странах Латинской Америки и дальнейшим падением доверия инвесторов к «молодым» рынкам.

В ряду этих же обнадеживающих факторов стоит и сокращение «пресса» внешней задолженности примерно на 30 беднейших экономик за счет списания в общей сложности около 60 млрд. долларов госдолга. Процесс этот продолжается, Россия уже внесла в него серьезную лепту — около 35 млрд. долларов.

В то же время устойчивости валютно-финансовой системы мира угрожают крупные риски — отчасти структурные, «встроенные» в саму эту систему, отчасти — внешние, связанные с макроэкономической ситуацией.

Из числа структурных рисков выделю один (хотя он не единственный): появление и укрепление на валютном и фондовом рынках Запада принципиально нового игрока — корпоративного инвестора.



Это — крупные банки, финансовые компании, инвестиционные и пенсионные фонды, для которых уже не существует границ между рынками валюты, акций и облигаций, и которые могут быстро перебрасывать огромные ресурсы с одного рынка на другой. Именно фигура корпоративного инвестора, на мой взгляд, выступает главным «двигателем» глобализации валютных и фондовых рынков, так же, как и интеграции этих видов рынков. Мобильность, размеры и транснациональный характер операций таких инвесторов могут при определенных условиях стать мощным фактором дестабилизации валютного рынка.

К числу внешних причин потенциальной дестабилизации следует, по-моему, отнести беспрецедентное сплетение психологических и макроэкономических факторов в определении соотношения валют. Такого давно не было, когда неуверенность инвесторов, неуверенность делового сообщества в целом так непосредственно трансформируется в депрессию большей части западной экономики. Здесь, безусловно, играет свою роль дефляция, на которую справедливо указали коллеги из ИМЭМО. Она все больше начинает давить на инвестиционный климат не только в Японии, но и в ФРГ (кстати сказать, в ряде других стран, например в Англии, тоже появляются признаки этого явления). К фактору дефляции следует добавить и, казалось бы, чисто психологические факторы — неуверенность инвесторов в чистоте фондового рынка после известных корпоративных скандалов в США, негативные оценки перспектив экономики еврозоны и Японии, недовольство бизнеса неэффективностью экономического курса правительства. Как разорвать сомкнувшийся круг психологии, макроэкономики и финансовых отношений, — пока ответа нет. Сошлюсь на очень правильные, здравые рассуждения в заявлении председателя Эвианского саммита «Группы восьми», особенно в разделе, посвященном преодолению финансовых кризисов (я с удовольствием презентую документы «восьмерки» руководству клуба), но, тем не менее, радикальных средств для решения этой проблемы еще не найдено.

За психологической составляющей стоит гораздо более глубокая, на мой взгляд, макроэкономическая. А именно: западная экономика утратила один из главных локомотивов своего роста — сверхприбыльность вложений в хайтек, а конкретно — в информационные технологии. Нового локомотива еще не найдено. Отсюда и серьезнейшая дезориентация инвесторов: непонятно, во что вкладывать, что будет действительно прибыльным на перспективу?



Что в этих условиях можно предпринять нам?

Первое. Стоит опять подумать об опережающей выплате внешней задолженности. На мой взгляд, мы бы выиграли от этой выплаты гораздо больше, если бы предприняли ее сейчас, при нынешних валютных трендах.

Второе. Конечно же, о чем совершенно правильно сказано и в книге Ольги Витальевны, нужна диверсификация наших валютных резервов. Впрочем, нужно подумать еще и о том, в каком виде их хранить, потому что, как известно, большая часть из них размещена в американских бондах. А какова прибыльность этих бондов, что с ними произойдет дальше? Особенно учитывая быстрый рост внешней задолженности США, составляющей около 7 трлн. долл. уже сейчас, и учитывая происходящий бурный рост непроцентных расходов правительства США?

И третье. Относительно прогноза развития валютно-финансовой системы, — я бы присоединился к тем, кто считает, что она постепенно будет эволюционировать в сторону четырехугольника. Нынешняя двумерная система доллар-евро постепенно будет развиваться в систему доллар (как доминирующая валюта)-евро-иена, к которым будет все больше присоединяться юань.

Нам же, на мой взгляд, стоит сделать все, чтобы дедолларизировать внутреннюю экономику, диверсифицировать наши валютные резервы, и вести экономически выверенный курс на поэтапное превращение рубля в региональную валюту — для начала в безналичных расчетах — на пространстве СНГ.

### **С.П. Капица**

Спасибо за ценную информацию буквально с самого переднего края международных совещаний на эту тему. Вы, как историк, заглядываете в будущее. Здесь есть о чем подумать теоретикам.

Сейчас слово заместителю директора Института экономической стратегии Александру Ивановичу Неклессе.

### **А.И. Неклесса**

У меня несколько отдельных замечаний. На первое место я бы поставил слово «реконфигурация» с вопросительным знаком. Поскольку слово «реконфигурация», по-видимому, скрывает в своей основе какое-то другое, более фундаментальное явление, более фундаментальную подвижку в экономике.



Хорошо или плохо управляется современная валютная система? Мне кажется, современная валютная система управляется очень хорошо и даже, может быть, излишне хорошо, что позволяет скрыть дефекты негативных процессов. У современной реконфигурации два вектора, или, точнее сказать, два импульса, влекущие за собой достаточно серьезные изменения и открывающие нам одновременно характер этих изменений. Первая ось, Север–Юг, более-менее традиционная; процессы, происходящие по этой оси, связаны с глобализацией. Они лежат на поверхности и хорошо проанализированы. А вот что лежит глубже — это процессы по оси Север–Север внутри экономик развитых стран, создающие внутреннюю напряженность, проявляющуюся на поверхности в заметных валютных тенденциях, валютной реконфигурации. На первое место здесь я бы поставил проблему среды, а на второе место — проблему субъектов.

Что я понимаю под проблемой среды? В экономике развитых стран наметился достаточно серьезный фундаментальный конфликт. К вопросу Сергея Петровича о больших глобальных смыслах, отражающихся на экономике: произошло удивительное явление, которое, на мой взгляд, окончательной оценки не получило. Это *отсутствие новых предметных полей для деятельности капитала*. Мне кажется, в основе происходящих процессов лежит беда, связанная, в свою очередь, с достаточно странным явлением, которое еще лет десять назад встречалось в штыки-резкое *замедление фундаментального инновационного процесса в мире*. В свою очередь, в последнем — причина отсутствия новых предметных полей и появление паллиативных полей деятельности, с которыми связана история цифровой экономики.

Казус 90-х годов состоит в том, что, с одной стороны, цифровая экономика выполнила роль требуемого локомотива, то есть создала вроде бы новые предметные поля и отчасти решила ситуацию. С другой стороны, такое решение оказалось неполноценным, временным и, кроме того, скрыло необходимость изменений в традиционной экономике, то есть в реальных предметных полях, не преодолевших качественный рубеж. В результате возникло сильное напряжение, скрытое опять-таки механизмами валютного регулирования. Отчасти это тоже связано с глобализацией — не только в традиционном понимании, как выделение гиперсильных игроков, оттягивающих на себя все процессы, делая 90% из них просто неактуальными. Сами игроки приобрели новый характер: трансформация традиционных национальных корпораций состоит в том, что они создают собственную стратегию действий и собственные траектории напряжения. Этот процесс недо-

статочно исследован, но с каждым годом он становится все более ощутимым под прикрытием создания новых предметных полей. Отсутствие новых предметных полей в реальной экономике, вызывая, в частности, дефицит традиционных ресурсов, выражается в перенапряжении ресурсной проблемы. На этом нарыве возвращается как самостоятельная экономическая отрасль проблема управления, с чем фактически и связано возникновение валютной экономики.

Поэтому, возвращаясь к мысли, с которой я начал свое выступление, под реконfigurацией валютного рынка скрывается намного более сложная ситуация реконfigurации всей мировой экономики.

В заключение буквально несколько слов о дефляции. Сегодня, хотя и прозвучало, что у США небольшой риск дефляции, но сами американцы обеспокоены этой перспективой. В условиях понижения курса американской валюты призрак дефляции не снижается, а возрастает. Это поразительная ситуация. Она напоминает одну историческую коллизию, которую США уже однажды пережили.

### **С.П. Капица**

Мне кажется, Вы сделали важное замечание глобального свойства — изложили своего рода инструмент для понимания поднятой нами темы.

Сейчас я хотел бы предоставить слово директору Института социально-экономического и социального проектирования Леониду Иосифовичу Барону.

### **Л.И. Барон**

Очень хорошо, что мне предоставлено слово именно после выступления А.И. Неклессы. Я бы хотел еще больше развить высказанную им мысль и заострить проблему. Мне кажется, речь идет не просто о реконfigurации мировой экономики — я, безусловно, согласен с позицией о дефиците сфер приложения капиталов, ощущаемом как на внутренних, так и на внешних рынках, — но и о реконfigurации мировой геополитической структуры.

На мой взгляд, можно согласиться со всем, что сказал уважаемый Револьд Михайлович, кроме одного. Роль политических факторов в современной валютной вакханалии значительно больше, чем следует из строгих экономических монетаристских теорий. Глубина и острота воздействия геополитических факторов на современную валютную картину мира близка к критической отметке, после которой ситуация может выйти из-под глобального контроля. Ситуация значи-



тельно более пессимистична и опасна, чем нам всем сейчас кажется.

Ольга Витальевна сказала, что невозможно представить девальвацию доллара в 4-5 раз. Но, по-моему, 2 года назад прогнозисты валютного развития, эволюции мировых валютных систем с трудом могли представить себе 20- или 25-процентную девальвацию доллара относительно основных мировых валют в течение 10 месяцев. Так же, как с трудом могли представить себе наблюдаемую в течение последних нескольких месяцев волатильность в одну сторону на рынке золота. Все уже давно демонетизировали золото, похоронили его, констатируя окончательное снижение интереса, и вдруг такой всплеск волатильности на фоне устойчивого повышательного тренда на этом рынке.

Мне кажется, что США в последние 1,5-2 года играют опасную игру, в которую многие втянуты помимо воли как держатели эмиссионных обязательств американской Федеральной резервной системы или долговых обязательств американского Казначейства. Игра опасна еще и потому, что одновременно переоценены и недооценены факторы геополитических инструментов воздействия на геополитическую ситуацию. Возможно, что советники, определяющие сейчас экономическую политику администрации президента Буша, убедили,

с одной стороны, самих себя, в действенности простых решений валютных проблем в угоду текущим фискальным и долговым приоритетам, а с другой стороны, — самого Буша в стратегически абсолютной роли доллара в связи с неоспоримой геополитической позицией США в мире.

Насколько окажутся эффективными административные методы воздействия, о которых в общих чертах говорилось сегодня, в случае экстремальной ситуации массового сброса долларов США по всему миру? Что может сделать эмитент этой валюты, Федеральная резервная система, в случае массового предъявления доллара и изменения в структуре золотовалютных резервов основных стран-держателей? Практически ничего. Давить через международные политические военные и пр. институты на другие страны, чтобы замедлить процесс сброса долларов? Вряд ли это будет эффективно. Перейти к ситуации, когда США практически утратят контроль над обеспечением и ликвидностью собственной валюты, или к полицентричности мировых резервных валют? Вряд ли это то, чего они добиваются. Неужели возникнет валютная карта мира, которую рисовали не так давно многие экономисты: зоны доллара, зоны марки, теперь евро, небольшие островки зоны юаня, зоны руанда и формирующийся островок зоны российского рубля?

Мне кажется, что современный мировой валютный порядок будет существенным образом изменяться в ближайшие годы в сторону нахождения единого общего знаменателя — боюсь, с существенной долей тех самых демонетизированных драгоценных металлов, которые все значимые экономисты в последние годы успели забыть и похоронить. И нам надо быть готовым в рамках этой самой «восьмерки», «девятки», «десятки» вместе с Китаем попытаться втянуть российский рубль на какую-то долю наряду с золотом, долларом, юанем и руандом в эту конфигурацию нового мирового валютного порядка.

### **С.П. Капица**

Спасибо. В конечном итоге есть валюта энергии, то есть нефть и уран, только об этом мало говорят.

Теперь я просил бы выступить Леонида Марковича Григорьева, президента Ассоциации национальных центров экономического анализа.

### **Л.М. Григорьев**

Я категорический противник всех апокалиптических картин и принесения политических рассуждений в простые валютные дела. По-





нимаю, что в этой аудитории преобладают гуманитарии, но, прислонившись плечом к выступлению Революда Михайловича, скажу, что я совершенно не согласен с двумя последними выступающими по подходу к проблеме.

Конечно, какая-то реконфигурация мировой экономики обязательно произойдет. Мы сталкиваемся с интересными проблемами, когда не ускорение развития отдельных стран, а перепады нескольких курсов валют будут влиять на огромные пространства и на конфигурацию промышленности, потребления. Политические элиты сейчас, очевидно, пойдут на какие-то соглашения, чтобы избежать экономических войн. Никаких апокалиптических проблем у западной экономики в обозримом будущем не будет. У них есть реальные краткосрочные проблемы нынешнего дня. Для американцев — это потеря населением эффекта богатства, накопленного в 90-е годы. Они попали в ловушку, когда население потеряло сбережения в инвестиционных, пенсионных и пр. фондах, и если в Америке начнут увеличивать норму сбережения с нуля до 6%, это сильно затормозит потребительский спрос внутри США. Пока низкий курс доллара при всех его внешних неприятностях устраивает американцев, поскольку помогает им выкарабкаться из кризиса и вытащить остальных.

Давайте, мы еще раз все вместе перечитаем «Гиперболоид инженера Гарина», или, наоборот, забудем его! Всё не проходит мечта о крахе капитализма. Который год я уже выступаю по радио и телевидению после очередных «прогнозов», как, например, падение американского ВВП на 20% в течение двух недель. Чего только не услышишь на Руси! Происходит что-то странное с экономическими прогнозами.

Что касается рубля, нет никакого скрытого резерва ВВП, позволившего бы ему подскочить в случае роста рубля. Нам не стоит ввязываться в резкие игры с конвертированностью рубля. Я не припомню страны на современном уровне развития, которая имеет свободно конвертируемую валюту при ВВП на душу населения меньше 15 тысяч долларов, а у нас-всего 2,5 тысячи.

### **С.П. Капица**

Сейчас я хотел бы дать слово генеральному директору ММВБ Александру Ивановичу Потемкину.

### **А.И. Потемкин**

Уважаемые коллеги! Чтобы быть кратким, я постараюсь построить свое выступление на некоторых советах постороннего автору, потому что мы сегодня обсуждаем не просто мировую валютную систему, а интересную книгу, в которой хорошо структурированы многочисленные проблемы и мировой валютной политики, и национальных валютных политик. Хочу высказать не столько замечания, повторяю, сколько дать несколько советов практического характера.

Один совет тем, кто, вообще, пишет труды на такую тему — не Ольге Витальевне персонально. А второй совет, наверное, всем нам по поводу валютной политики в России.

То, что я хочу сказать по первому впечатлению, касается не фундаментального недостатка книги, а скорее проблемы подхода к предмету. Когда я начал заниматься вопросами валютной политики, валютной интервенции на практике и у меня появилась возможность ежедневно наблюдать, как меняется, по крайней мере, рубль к доллару, то обнаружил, что это очень увлекает. Увлекает настолько, что возникает проблема, которую я сформулировал потом для себя как «marketманию»: ты полностью замыкаешься на проблемах собственно валютной политики и не обращаешь внимание на то, что она — результат сложения не только валютного, но и других финансовых рынков. Это очень серьезный вопрос, и мне кажется, в дальнейшем при такого рода исследованиях важно расширить представления о предме-

те, не ограничиваясь анализом интервенции и соотношения курсов валют. Особенно бросилось это в глаза во время презентации валютной стабильности: были перечислены факторы, связанные с курсовой политикой, а ведь, строго говоря, стабильность устойчивости курсов состоит в том, что существуют другие активы в стране, пользующиеся спросом созданной денежной массы. Причем, особенно это получается у тех, чья валюта претендует на роль международной. Они умудряются создать спрос на свои активы не только у резидентов, но и у всего мира, что мы, собственно, и видим на примере США.

Выражаясь проще, я хочу сказать о том, какую роль в определении курса валютной политики играют другие рынки, а именно: адекватный рынок долговых инструментов, адекватный рынок государственных ценных бумаг как очень важная часть долговых инструментов и, конечно, рынок акций.

Мы сегодня говорили о перипетиях кризисов. Я тоже в своей не очень длинной жизни застал время, когда мы постоянно считали периоды кризисов, и удивлялся, сколько уже их насчитано, а они всё не кончаются. Собственно говоря, то, что мы наблюдали последнее время, было кризисом фондового рынка, а не кризисом доллара. В качестве пожелания — Ольга Витальевна, в следующих изданиях своей книги посмотрите на поведение других рынков.

К этому же — вопрос об эффективности валютных интервенций. Меня в свое время поразило, когда я поинтересовался в ФРС (Федеральная резервная система, Центральный банк США — ред.), как они открывают публике информацию о валютных интервенциях, мне показали доклад, который был доступен (тогда, правда, интернет еще только развивался, но, во всяком случае, был доступен) и не был секретной информацией. Мы в это время, в середине 90-х годов, тщательно скрывали цифры интервенции. Давали их в конце года в общих чертах. Меня поразило, что в этом докладе описан случай каждой интервенции: когда, в какое время она произошла, какие суммы иностранной валюты потратила Федеральная резервная система, чтобы защитить доллар. Такая открытость, на мой взгляд, подчеркивала мало-значимость подобных операций, потому что фундаментальный фактор поддержания стабильности мировых валют, что достойно переноса и на мировые валюты второго эшелона, — все-таки процентная политика. Я хочу подчеркнуть это, поскольку сегодня были слышны другие акценты, касающиеся валютной интервенции, которую «никто не отменял». Но фундаментально важным фактором стабильности курса выступает именно процентная политика Центрального банка.

Здесь я хочу сказать буквально два слова. В книге как раз дается один из аспектов процентной политики — как можно с помощью дифференциала процентных ставок сделать свою валюту более или менее привлекательной, с точки зрения международного спроса и предложения, и таким образом, как бы выровнять, восстановить некую стабильность курса. Это одна, но, кстати, второстепенная и не самая важная сторона процентной политики. Самое важное здесь — внутренняя процентная политика, когда речь идет о кредитной политике, о доступе не только всех участников финансового рынка, но и всех предприятий к национальной валюте как средству кредита. А это, в свою очередь, — фактор экономического роста, фактор макроэкономической стабильности, который в конечном итоге обеспечивает стабильность валюты. Здесь я позволю себе перейти к рублю.

Валютная интеграция и создание межнациональной валюты, вообще, означает потерю валютного суверенитета для многих стран и делегирование этого суверенитета в пользу наднациональных органов. Короче — евро. Кстати, в книге хорошо описаны и другие формы передачи суверенитета, кроме евро, например, монетарные союзы. У нас есть альтернатива, один из вариантов которой для сегодняшней национальной политики в отношении рубля состоит в том, чтобы пойти по пути сдачи валютного суверенитета и войти в зону евро — ничего тут унижительного нет. То есть бороться с долларизацией путем «евроизации» нашей страны. Второй вариант альтернативы — это путь доллара, то есть, когда в качестве национальной валюты становится международная. В книге эти два пути очень хорошо рассмотрены.

Я не хочу давать какие-либо советы Центральному банку, но, мне кажется, истина, как всегда, находится посередине. Я в своем личном качестве — сторонник второго пути. Правильно сегодня говорили, что не надо нам лезть в резервные валюты — побьют. Но дело не в этом — вот, например, юань: Сергей Петрович постоянно призывал нас обратить внимание, какая там ситуация, но никто по-настоящему на этот вопрос не ответил. Я, может быть, тоже не смогу, но все-таки сделаю попытку. У Китая гигантские резервы — 320 млрд. долларов, не считая мелких брызг Гонконга и Сингапура, где живут одни китайцы, — гигантские резервы, уже сегодня сопоставимые с европейскими. Японцы отстают. Рычаг, которым обладает Китай, с точки зрения внешнего влияния на американскую систему, огромен. И, тем не менее, в Китае боятся ответственности за политику юаня как международной валюты — вот вам ярчайший пример проблемы на микроуровне.

Между прочим, Китай наш сосед, с которым у нас много человеческих связей, называемых «челночной экономикой». Но китайцы не хотят, чтобы наши граждане накапливали юани и всячески препятствуют вывозу и ввозу своей валюты из страны, когда это происходит подпольным, нелегальным образом. То есть они не хотят интернационализации своей валюты, но при этом очень грамотно ведут политику, направленную на внутреннюю стабильность юаня. В этом смысле китайцы гораздо больше делают для интернационализации своей валюты, не выпуская её за пределы страны.

Это не идеальная политика, но Китай дает, как раз, очень хороший ответ на вопрос, как нам себя вести.

### **Л.М. Григорьев**

Можно вопрос? Китайцы лет пятнадцать держат курс 8 юаней за доллар. Государство (поскольку там порядок государственный) скупает разницу в долларах и, соответственно, курс юаня занижен раза в два. Из-за отсутствия плавающего курса, вывозить юани глупо, потому что их надо немедленно менять на доллары. Понятно, что китайцы скупают разницу и накапливают торговый баланс. Все остальное идет через прямые, а не портфельные инвестиции. Это очень специальный режим, и я не думаю, что его можно переложить на наши условия. Мы либерализировались намного дальше.

### **А.И. Потемкин**

Конечно, но Китай тоже не стоял на месте. Режим начала 90-х годов в стране сильно отличается от существующего сейчас. Китайцы двигаются тоже своим путем. Например, у них было очень интересное решение проблемы неконвертируемости своей валюты через Гонконг: фактически все сначала заходили со своими капитальными портфельными инвестициями в Гонконг и через гонконгские организации плавно перетекали на китайский рынок. Таким образом, китайцы регулировали устойчивость своего платежного баланса через такую камеру «контрольно-пропускного пункта». Сейчас они постепенно снимают эти ограничения, проявляя на деле большую осторожность не только по капитальным, но даже по текущим операциям. Возможно, какую-то роль играют и особенности психологии, как кто-то сегодня уже говорил, но главное — это то, что они сейчас переживают те же проблемы, что и развитые страны.

Вернусь к внутренней экономике Китая. Что сегодня там происходит? Сегодня в Китае — проблема дефляции, а не инфляции, что сви-

детельствует о том, что они давно уже прошли стадию финансовой стабилизации и высоких экономических темпов, то есть того, что у нас еще только впереди. Они проходят стадию формирования своего внутреннего гигантского финансового рынка. То есть развитие рынка акций, адекватного развитию самой экономики, и механизм перераспределения, трансформации сбережений, инвестиций — все это у них уже работает. У них очень четкая процентная политика, и нет головной боли, как защищать курс юаня — они сняли эти проблемы. Но зато китайцы с помощью этой процентной политики регулируют гораздо более важные вещи, а именно: воздействие на экономический рост. Что нам еще нужно? Роль рубля в каких-то международных процессах? Нам благосостояние требуется! Китайцы подобную задачу разрешают очень эффективно.

#### **С.П. Капица**

Чтобы рубль внутри страны работал.

#### **А.И. Потемкин**

Да. И наше преимущество состоит в том, что мы, имея огромный внутренний рынок, можем, как и американцы, не обращать внимание (к сожалению, пока только теоретически) на устойчивость или неустойчивость нашей валюты по отношению к иене, доллару, евро. Есть такой путь: использовать рубль только в наших с вами внутренних расчетах, а не в сфере международных расчетов СНГ.

#### **А.М. Годзинский**

Я бы хотел поддержать господина Потемкина, потому что он поднял очень важный вопрос о том, что валюта является функцией, производной неких процессов, происходящих в капитальной сфере, как мы говорим. То есть не надо анализировать валюту ради валюты, иначе мы все время будем гоняться за хвостом, не видя, в чьей руке он находится.

В тексте приглашения на сегодняшнее обсуждение сказано о защите своего экономического пространства. Это очень важно. Дело не в том, к чему нам прислониться — к евро или к доллару. Дело в том, что пока мы находимся в нерезидентной валюте, мы осуществляем бесплатный экспорт капитала из страны. Это надо понять.

Следующее, что надо понимать: валюта — промежуточный товар, который вы приобретаете в результате какой-либо сделки. Например, вы продали недвижимость и вам надо временно отсидеться. Очень

важно, какую валюту вы при этом приобрели. Если это доллар, то вы осуществляете экспорт капитала в Федеральную резервную систему США. Поэтому задача укрепления рубля, о которой сказал президент Путин в своем послании, состоит в том, чтобы население совершало сделки в рублях. В этом случае мы не будем транжирить собственный капитал, то есть экономика России станет более предсказуемой, более ликвидной, более понятной для нас самих, в ней живущих. И тогда мы потянем за собой всех остальных.

Капитальная задача превратить рубль в лидирующую резервную валюту очень дорогая. Наверное, не стоит производить дорогостоящую операцию, которая не даст ощутимых преимуществ, по крайней мере, в обозримом промежутке времени. А вот сделать так, чтобы население отдавало предпочтение собственному рублю, достаточно реально, и этого надо добиваться — именно с точки зрения сохранения капитала в России.

Мне понравилось сегодняшнее заседание, но научное путешествие должно иметь привязку к реальности. Для чего надо изучать и понимать международные валюты, какой в этом практический смысл? Чтобы не потерять капитал самим — я бы сделал такой вывод.

### **С.П. Капица**

Мы завершаем наше обсуждение, и я предоставляю слово Ольге Витальевне.

### **О.В. Буторина**

Я очень благодарна за то, что сегодня состоялось живое, заинтересованное обсуждение темы, и мы целый вечер говорили о деньгах. Это действительно, не самое главное, может быть, это взгляд женщины. Для меня гораздо более ценно человеческое общение, сотрудничество коллег, атмосфера профессионального цеха, в которой я имела счастье сегодня находиться. Я получила человеческое и интеллектуальное удовольствие, и очень благодарна всем, кто принял участие в сегодняшнем обсуждении. Я не могу не высказать слова благодарности Александру Владимировичу Захарову, который был первым человеком, откликнувшимся на идею выпуска книги. Не могу не поблагодарить Национальную валютную ассоциацию, осуществившую этот проект.

На этой ноте я хотела бы закончить и сказать, что буду счастлива возможности участвовать в подобных дискуссиях и впредь, и служить продвижению нашего интеллектуального потенциала. Все, что я хо-



тела готовя книгу,— написать о том, что мне пришло в голову, чтобы дальнейшие исследования уже продвигались с моим крошечным вкладом. Большое всем спасибо.

### **С.П. Капица**

Мне кажется, О.В. Буторина дала нам хороший повод обсудить более широкие проблемы, чем изложенные в ее книге. Это только усиливает значение состоявшейся дискуссии.

Подводя черту нашему заседанию, я хотел бы сказать следующее. Сегодня часто говорят о кризисах. У китайцев есть пословица, говорящая о том, что кризис имеет два смысла — это одновременно возможность и беда. И, по-видимому, самое важное, что кризис дает возможность для развития. Любое существенное современное развитие — по-видимому, для человечества это более чем определено — локально неустойчиво в принципе. То есть развитие — это непрерывная сеть кризисов, но кризисов локальных, ограниченных в своей амплитуде, в своем времени. Иногда, когда речь идет об экономике, их называют экономическими волнами спада или подъема — это уже вопрос настроения. Но в целом, что четко прослеживается в масштабах всей человеческой экономики на протяжении буквально миллионов лет, кризисы приводят к непрерывному росту ее развития.

Сегодня мы наблюдали это на фоне международной валютной системы, механизм которой обслуживает гигантскую экономическую систему. Присутствие в ней колебаний, кризисов и т.п.— свойство развивающейся системы. Вопрос состоит в том, чтобы это не переходило за определенные границы. Один из самых страшных кризисов, появляющихся при развитии — война. И важно, чтобы в поисках, куда бы вложить деньги, местоприложением их не стали бы военные технологии. Об этой угрозе надо помнить, потому что такое уже не однажды было в истории человечества. И сейчас такая возможность тоже существует: противник найдется — было бы желание и силы. Это очень серьезно, при этом как бы исчезают все внутренние проблемы и появляется некий общий враг. Может быть, даже современная политика США является отражением таких глубоких и страшных тенденций. Они окрашены, как всегда, личностью, персональностью, и тот же Кейнс говорил, что Гитлер появился в результате экономических решений и заключений Версальских договоров, о которых мы уже здесь говорили.

На этой, несколько пессимистической ноте я хотел бы закончить сегодняшнее наше заседание, которое, мне представляется, было очень интересным. Из представления специальной монографии оно превратилось в обсуждение самых коренных вопросов современной мировой экономики и процессов глобализации. Спасибо всем за участие в работе.

*JK*