

Будущее резервных валют

Бенджамин Коэн

Почти столетие доллар США занимал главенствующее положение, но, может быть, этому пришел конец?

ГЛОБАЛЬНЫЙ экономический кризис вновь поставил вопрос о будущем резервных валют. Почти столетие доллар США занимал главенствующее положение как важнейшая мировая валюта. Однако в последние десятилетия доверие к доллару подрывалось хроническими дефицитами США по счету текущих операций и растущим внешним долгом. Наблюдатели все чаще предсказывают конец доминирующему положению доллара. Для многих судьба доллара, по-видимому, была решена после краха рынка жилья США в середине 2007 года, который привел к самым большим потрясениям на финансовых рынках США после Великой депрессии.

Как оказалось, этот кризис отнюдь не был фатальным для доллара. Даже проблемы финансового сектора США, которые потребовали массированного вмешательства государства, оказались недостаточными для радикального изменения предпочтений. Парадоксально, что вместо этого кризис временно укрепил глобальный статус доллара, поскольку инвесторы устремились к доллару в поисках безопасности. Прошлой осенью глобальный спрос на казначейские векселя США был настолько активным, что доходность упала до нуля или ниже. Тем не менее, будущее доллара по-прежнему горячо обсуждается (Helleiner and Kirshner, 2009). В более долгосрочной перспективе, считают многие, снижение роли доллара, безусловно, возобновится, что покончит с господством этой валюты раз и навсегда.

Но это ставит важнейший вопрос: что заменит доллар? Некоторые говорят, что это будет евро, другие утверждают, что это, возможно, будет японская иена или китайский юань. А некоторые призывают к новой мировой резервной валюте, возможно, основанной на специальных правах заимствования, или СДР, МВФ, которые представляют собой резервный актив. Однако ни один из этих кандидатов не лишен недостатков. Более того, для доллара нет очевидной альтернативы, которая ждет в стороне своего часа, чтобы занять главенствующее положение. Если перефразировать знаменитое высказывание Уинстона Черчилля о демократии, то доллар может оказаться наименее худшим решением, если не считать всех остальных.

Наиболее возможным исходом скорее будет менее однозначная ситуация, более по-

хожая на межвластие в период между двумя мировыми войнами, когда британский фунт стерлингов переживал упадок, а доллар был на подъеме, но ни одна из валют не занимала доминирующего положения. В предстоящие годы, на мой взгляд, возникнет схожая ситуация, когда будут соперничать несколько валют и ни одна не будет очевидно лидирующей, как это было в недавнем прошлом. Экономическое и политическое воздействие более фрагментированной валютной системы будет значительным.

На пересечении экономики и политики

В условиях отсутствия мировой валюты, подкрепленной эффективным глобальным правительством, участники внешней торговли и иностранных инвестиций должны полагаться на приемлемые национальные валюты, выполняющие международную роль. Поэтому существует разрыв между юрисдикциями, которые являются источниками мировых денег, и рыночными сферами, где они оперируют, что привносит политический аспект, который часто опускается из виду в чисто экономическом анализе.

Традиционная основа изучения международных валют выделяет три стандартных функции денег (средство обмена, расчетная единица и средство сбережения) на двух уровнях анализа: частный рынок и государственная политика. На рынках международная валюта играет важную роль в валютном трейдинге, торговых расчетах и финансовых инвестициях. Для правительств международная валюта служит валютным «якорем» и резервной валютой. На уровне рынков в определении предпочтений обычно доминируют экономические соображения. На государственном уровне дополнительный ингредиент политики является неизбежным.

Политический аспект привносится потому, что международная валюта обеспечивает уникальные преимущества для страны, которая ее выпускает, как политические, так и экономические. Экономисты, естественно, чаще всего делают акцент на экономических выгодах, таких как международный эмиссионный доход, — получение реальных ресурсов в результате того, что валюта страны приобретает и держится за рубежом. Экономические выгоды также включают большую гибкость макроэкономической политики, которая обеспечивается



возможностью финансировать дефициты в своей собственной валюте — Шарль де Голль имел это в виду в еще в 1960-х годах, когда он жаловался на «чрезмерную привилегию» Америки. Но присутствуют и политические выгоды. Правительство страны с международной валютой имеет больше возможностей предпринимать дипломатические или военные инициативы за рубежом, служащие проявлением того, что политологи именуют «твердой» властью. Страна-эмитент приобретает геополитическое влияние. Нельзя не учитывать и возросший престиж, и более высокий статус, которые связаны с мировыми деньгами, которые, согласно политологам, представляют собой «мягкую» власть. Как однажды отметил Нобелевский лауреат Роберт Манделл (1993), «Великие державы имеют великие валюты».

У эмитента могут, безусловно, возникать и трудности, особенно после того, как у иностранцев накопится значительный «избыток» его валюты. Возможно, для сохранения стоимости денег на валютных рынках придется повысить процентные ставки. В конечном итоге, необходимость предотвращения бегства к другим активам может серьезно ограничить независимость политических решений. Как показывают длительные трудности Британии после Второй мировой войны, защита великой валюты, когда она переживает упадок, может действительно обходиться очень дорого. Как внутри страны, так и за рубежом могут потребоваться существенные жертвы и уступки.

Все эти вопросы имеют значение, когда правительства выбирают, какие деньги использовать в качестве резервной валюты. Предпочтения участников рынка, основанные в основном на экономических расчетах, также играют важную роль; ни одно правительство не выберет валюту, которая еще не применяется широким образом в частном секторе. Руководители центральных банков, несомненно, внимательно

но учитывают вопросы ликвидности, удобства обмена и сопоставимых норм прибыли. Но когда выбор делается из большого пула разных валют, предпочитаемых на рыночном уровне, политические факторы, безусловно, также вмешиваются в процесс. Важнейшие соображения включают как качество управления в стране происхождения валюты, так и характер отношений между государствами. Способен ли эмитент валюты обеспечить политическую стабильность дома? Может ли он оказывать воздействие за рубежом? Пользуется ли он прочными межправительственными связями, возможно, традиционными узлами патрона и клиента или официальным военным союзом? Будущее резервных валют является вопросом *политической экономики*, а не только экономических соображений.

Второе место

Рассмотрим, например, евро, который считается наиболее естественным соперником доллара. Евро появился десятилетие назад и обладает многими чертами, необходимыми для международного признания, в том числе крупной экономической базой, политической стабильностью, завидно низкими темпами инфляции, которые поддерживаются общим органом денежно-кредитного регулирования, Европейским центральным банком, который полностью привержен сохранению доверия к будущей стоимости денег. Европа равна США по объему производства и торговли. Почему же, спрашивают многие, она не должна быть равной США и в валютных вопросах?

Но в этом вопросе упускается из виду то обстоятельство, что, несмотря на все свои достоинства, евро также отягощен несколькими важнейшими недостатками. К их числу относится сильная смещенность положений зоны евро о денежно-кредитной и налогово-бюджетной политике, которая препятствует росту и усугубляет другие факторы, во многих

случаях ослабляющие потенциал производства Европы (например, стареющее население, негибкие рынки труда и строгие нормы государственного регулирования). Вряд ли можно ожидать, что медленно растущая экономика Европы сделает евро привлекательным для трейдинга или инвестиций. А известные неопределенности структуры управления зоны евро заставят внешних наблюдателей призадуматься. Всем известно, что евро является искусственным образованием, сложным продуктом международного договора, эффективность которого определяется эффективностью лежащего в его основе многостороннего соглашения.

Поэтому неудивительно, что международная реакция на евро была относительно сдержанной. В рыночной сфере, если внести поправку на устранение операций внутри зоны евро, евро практически удалось лишь сохранить свои позиции по сравнению с прошлыми долями нескольких валют, которые сменил евро. С учетом того, что марка ФРГ уже занимала второе место на мировой арене, меньший успех евро означал бы реальное потрясение. После быстрого старта использование евро на рынке за последнее пятилетие в целом стабилизировалось. Более того, рост использования был неравным в различных секторах — наибольшим в выпуске долговых ценных бумаг, но практически незаметным в таких сферах, как валютный трейдинг. Кроме того, активность сосредоточена в странах с тесными географическими и/или институциональными связями с зоной евро, которые могут считаться естественной периферией для евро в Европе, Средиземноморье и частях Африки.

Вместе с тем многие продолжают предсказывать блестящее будущее евро на государственном уровне, в качестве резервной валюты. Хотя на европейские деньги сейчас приходится не более четверти глобальных резервов по сравнению с почти двумя третями для доллара, евро, тем не менее, согласно одному хорошо известному эконометрическому прогнозу (Chinn and Frankel, 2008), может обойти доллар в течение всего 10 лет. Но реалистично ли это? Статистическое исследование, выделяющее не более трех каузальных переменных, которые все являются экономическими, вряд ли можно считать исчерпывающим. Где дипломатические и военные соображения, которые должны играть ведущую роль в формировании решений правительств? Игнорирование политического аспекта в данной ситуации подобно попытке поставить «Гамлета» без принца.

Япония, например, длительное время полагается на официальные гарантии безопасности от США для защиты от внешних угроз; то же самое, хотя и менее официально, можно сказать о большинстве ведущих экспортеров нефти Персидского залива. Можно ли действительно представить себе, что какие-либо из этих стран, которые все являются очень крупными держателями долларов, между делом рискнут своими сложившимися связями с Вашингтоном ради нескольких пунктов прибыли по своим резервам? Зона евро, как известно, состоит из разношерстных суверенных государств с интересами, которые на практике совпадают лишь частично. Невозможно представить себе, что Европа может эффективно заменить политическое или военное влияние США на Ближнем Востоке или других регионах. Сценарии, основанные на ограниченных эконометрических моделях, несомненно, могут применяться, но они почти неизбежно являются неполными и вводят в заблуждение, а то и вообще неправильны.

Рядовые соперники и другие возможности

Имеются ли другие возможности? Одно время японская иена считалась очевидной преемницей доллара, но сейчас она скорее выглядит как захудалый соперник. В 1970-х и 1980-х годах казалось, что быстро растущей экономике Японии было предназначено стать сверхдержавой — международное ис-

пользование иены быстро расширилось, особенно на мировых рынках облигаций. Но в конце 1980-х годов крах «пузыря» в экономике Японии резко остановил восходящую траекторию ее валюты. Сегодня после многих лет внутреннего застоя иена, по-видимому, сталкивается с постепенной утратой статуса на рынке подобно длительному снижению роли фунта стерлингов в прежнюю эпоху.

В период, когда роль иены снижается, может ли возрасти роль китайского юаня? Валюта одной из крупнейших в экономическом отношении стран, женьминьби («народные деньги»), безусловно, имеет много достоинств. Однако международное использование остается минимальным, несмотря на недавние усилия Пекина, направленные на повышение привлекательности валюты. Признанию мешают препятствия, которые намного серьезнее, чем что-либо, мешающее евро или иене, в том числе полный набор ограничений на операции с капиталом и крайне неразвитая финансовая система. Со временем эти недостатки могут быть преодолены, но это произойдет отнюдь нескоро.

«Темная лошадка»

Совсем недавно участники дискуссии обратились к возможности новой мировой резервной валюты, скорее всего основанной на уже существующих СДР. Стимулируемая, в частности, замечаниями официальных лиц Китая и России, эта идея была одобрена комиссией ООН, возглавляемой бывшим главным экономистом Всемирного банка Джозефом Стиглицем. Некоторые считают началом процесса выпуск новых облигаций МВФ, которые Китай и Россия намерены приобрести для диверсификации части своих резервов и сокращения доли доллара. Но и в этом случае препятствия слишком велики. Даже при новом планируемом распределении СДР, которое только что было утверждено Советом управляющих МВФ, общее количество существующих СДР составит менее 5 процентов мировых резервов. Можно ли создать достаточное количество, чтобы оказать существенное влияние? Может ли предложение обеспечиваться более гибким образом? И, важнее всего, кто будет обладать полномочиями управлять этим предложением? Без эффективного правительства для ее поддержки, мировая резервная валюта любого рода, основанная на СДР или изобретенная заново, с трудом завоеует даже минимальный уровень доверия. Неопределенности структуры управления зоны евро покажутся по сравнению с этим тривиальными.

Более того, ситуация как нельзя более наглядно иллюстрирует политические аспекты, присущие выбору резервных валют. Крупные держатели долларов, такие как Китай и Россия, по вполне понятным причинам разочарованы недостатком удовлетворительных альтернатив доллару и опасаются, что может случиться со стоимостью их запасов, если произойдет массовый сброс валюты США. Но обе страны также имеют честолюбивые устремления и не скрывают своего недовольства тем, что они именуют глобальной «гегемонией» Вашингтона. Каждая страна хорошо осведомлена о той роли, которую доллар играет в обосновании геополитических привилегий США. Поэтому в их призывах к заменителю доллара трудно не заметить скрытой кампании подрезать крылья американскому орлу. Эта идея имеет символическую ценность как угроза твердой и мягкой власти США. Вопрос о том, обладает ли она какой-либо практической применимостью, имеет явно второстепенное значение.

Фрагментированная система

Если быть кратким, то, хотя перспективы доллара не такие блестящие, как они были раньше, перспективы его основных соперников выглядят не лучше. Можно ожидать некоторого движения от доллара, поскольку центр тяжести в ми-

ровой экономике смещается в сторону Китая, Индии и других стран с формирующимся рынком, на долю которых сейчас приходится все большая доля мировых резервов. Не так много стран из этой группы так близки к США, как их традиционные союзники в Европе и Японии. Но возможности любого отхода от доллара, бесспорно, ограничены отсутствием очевидно привлекательной альтернативы.

Таким образом, на горизонте видна более фрагментированная валютная система, с большей конкуренцией и отсутствием явного доминирования одной валюты. Экономическое и политическое воздействие такой системы может быть значительным, несмотря на амортизирующее воздействие плавающих обменных курсов. Движения курсов валют не всегда могут компенсировать несогласованность мер политики и сами могут стать источником стресса, если они являются объектом манипуляции правительств или усиливаются спекулятивным поведением участников рынка. Без определенного лидерства для обеспечения минимальной степени согласованности национальных мер политики глобальные валютно-финансовые отношения будут постоянно сопровождаться риском нестабильности или еще более опасной ситуации.

Безусловно, более фрагментированная система неизбежно будет отрицательным явлением. Более того, она может даже привести к улучшению ситуации. Например, наибольшей угрозой валютно-финансовой стабильности в долгосрочном плане являются массированные дефициты счета текущих операций США. Будучи поставщиком самой популярной валюты мира, США находятся в положении монополиста, который привык злоупотреблять своей «чрезвычайной привилегией». Но как только главенство доллара будет подорвано новыми соперниками, утверждают наблюдатели, США в конечном итоге будут вынуждены умерить свой аппетит

на внешние сбережения и сократят риск будущих кризисов. Однако многое будет зависеть от характера отношений, которые сложатся между лидерами системы. Последний раз, когда мир был вынужден жить с фрагментированной валютной системой в период между мировыми войнами, итог был по меньшей мере печальным. Недостаток сотрудничества между Британией, имевшей ослабший фунт стерлингов, и США, занимавшими по причине неуверенности изоляционистские позиции, был одной из важнейших причин финансовых бедствий, которые последовали после краха фондового рынка 1929 года. Можем ли мы надеяться на более успешный исход на этот раз?

Оптимисты подчеркивают, насколько изменились условия со времени периода между мировыми войнами. В отличие от периода после Первой мировой войны, для институционального закрепления практики сотрудничества были созданы различные многосторонние организации и форумы, от МВФ до Группы 20-ти. Прошлый опыт дал предметные уроки об издержках неограниченной конкуренции между государствами. Правительства гораздо лучше осведомлены о своих широко понимаемых интересах. Пессимисты, напротив, подчеркивают устоявшиеся императивы национального суверенитета, которые постоянно заставляют правительства ставить узкие интересы выше того, что можно считать общим благом, особенно во время кризиса. Несмотря на уроки прошлого, валютно-финансовое сотрудничество часто бывает в лучшем случае эпизодическим, а в худшем — не стоит бумаги, на которой написаны совместные коммюнике. Время покажет, кто прав, оптимисты или пессимисты. ■

Бенджамин Коэн — профессор международной политической экономики на гранте Луи Ланкастера в Калифорнийском университете, Санта-Барбара.

■ 2009 ■ ЕЖЕГОДНЫЕ СОВЕЩАНИЯ ■



ГРУППА ВСЕМИРНОГО БАНКА ■ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

КОГДА: 3–5 октября 2009 года

ГДЕ: Стамбул, Турция

Для получения дополнительной информации просьба обращаться по адресу:

Annual Meetings Program of Seminars
IMF-World Bank Group
Washington, D/C/ 20431 U.S.A.

Телефон: [1] (202) 473-3394

Факс: [1] (202) 623-4004

Эл. почта: seminars@worldbank.org

Веб-сайт: www.worldbank.org/pos

Приезжайте в Стамбул, Турция для участия в Программе семинаров 2009 года

Заставляет задуматься —>

Определяет программу —> Побуждает к действиям

Программа семинаров — ведущий глобальный форум, на котором Вы можете присоединиться к влиятельным руководителям из частного сектора различных стран мира, разработчикам экономической политики высокого уровня из 185 стран и другим лидерам в областях международного развития и финансов для ведения обоснованного и конструктивного диалога в целях укрепления сети сотрудничества в глобальной экономике.

Основные темы 2009 года

- ◆ Глобальный кризис и ответные меры экономической политики
 - ◆ Финансовый кризис и малоимущие
 - ◆ Кризис, возобновление подъема и структурная реформа
 - ◆ Страны Европы и Центральной Азии с формирующимся рынком
- ◆ Будущее международной финансовой системы
 - ◆ Переход к экологически устойчивым мерам политики в ответ на кризис
 - ◆ Роль частного и государственного сектора после кризиса