

ПОЗИЦИИ РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ: ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ИЗМЕРЕНИЕ И ПОСТКРИЗИСНЫЕ СДВИГИ

На основі дослідження ризиків зміни структури резервних активів доведено необхідність розширення спектра аналізу глобальних монетарних процесів. Розроблено формальну модель вивчення позицій резервних валют, яка демонструє, що протягом глобальної фінансової кризи їхні позиції змістились у більш ризикову зону, що актуалізує дискусію про альтернативи традиційній конкуренції між уже існуючими резервними валютами.

Развитие представлений об этимологии глобального финансового кризиса практически полностью повторяет традиционную схему, основой которой является начальное ударение на провалах финансовых рынков с дальнейшим признанием весомости макроэкономических детерминант. В свете актуальных событий глобальные монетарные отношения постепенно проявляют себя в качестве наиболее полярных позиций по реформированию глобальной экономики и ее институционального каркаса. Позиции по монетарным аспектам кризиса сформировались не сразу, поскольку большинство первых посткризисных исследований было сконцентрировано на проблеме финансовых инноваций, переоценке рисков и неадекватном поведении в финансовом секторе, связанным с иррационально длительным функционированием “экономики пузыря”¹. Определенным гносеологическим оправданием этого парадокса служит то, что характер кризиса не соответствовал ожиданиям. Кризис на рынке активов и дальнейший коллапс частной (долларовой) ликвидности в глобальных масштабах шли вразрез со сценариями кризиса, ядром которого должна быть коррекция глобальных финансовых дисбалансов на основе резкой потери доверия к доллару как ключевой валюте с последующим хаотическим поиском новой модели резервных активов.

Однако очень скоро стало понятно, что алармистские позиции по поводу обусловленности глобальной монетарной нестабильности конфигурацией глобальных монетарных отношений практически по всему спектру (резервные активы, резервные валюты, характер режимов валютных курсов, деление стран на дефицитные и профицитные, с точки зрения текущего счета платежного баланса, отсутствие рыночных механизмов коррекции дисбалансов и системного контроля за глобальным денежным предложением, вектор потоков капитала) являются эффективным основанием для дальнейшей рационализации теоретических концептов, которые объясняют феномен глобального финансового кризиса и могут быть положены в основу глобальных реформ. Это означает, что за признанием обус-

¹ См.: Stiglitz J. Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008. Financial System and Macroeconomic Resilience: Revisited. “BIS Papers” № 53, 2010, p. 4–19. Здесь Дж. Стиглиц касается проблемы глобальных дисбалансов, но в основе кризиса видит проблему провалов в финансовом секторе, которые порождают дисфункции, искажают аллокацию ресурсов, поощряют чрезмерное принятие рисков и выходят за периметр регулирования.

ловленности (прямой или опосредованной) кризиса фактором глобальных монетарных процессов должны стоять фундаментальные поиски вариантов обеспечения глобальной финансовой стабильности на основе монетарных реформ. Ключевые резервные валюты (доллар и евро)² находятся в эпицентре данной проблемы, поскольку именно они связывают между собой, с одной стороны, спрос и предложение резервных активов в глобальных масштабах, с другой – валютные курсы и финансовые дисбалансы, которые влекут за собой глобальную ликвидность, глобальную инфляцию и процикличность глобальной финансовой системы, опирающейся на ее колебания. С формально-аналитической точки зрения, изучение проблемы посткризисных траекторий развития резервных валют актуально.

Первые исследования глобального финансового кризиса продемонстрировали важность сохранения глобального спроса на резервные активы как способа обеспечения макрофинансовой стабильности³. Соответственно, сформировалась определенная позиция: с точки зрения генерирования финансовой нестабильности, глобальный формат монетарных отношений в мире не принципиален⁴. Сохранение определенного статус-кво в этих вопросах допустимо, тем более, что радикальных альтернатив доллару как резервной валюте и тенденций к поддержанию значительного суверенного спроса на активы пока нет. Это подтверждается рационализмом многих стран с формирующимися рынками, проявившимся в виде предусмотрительного увеличения резервных активов, даже если это имеет ряд глобальных экстерналий⁵.

Между тем, в дальнейшем ряд влиятельных исследований показывает, что глобальная макрофинансовая нестабильность, в частности финансовый кризис, связана с проблемой гипертрофии резервных активов и тем, что их деноминация касается ограниченного набора резервных валют. Аккумуляция резервов, глобаль-

² Под резервными валютами понимают национальные или наднациональные деньги, служащие для деноминации внешних активов (валютных резервов) центральных банков. В основном резервные валюты выступают в роли валют привязки (определения валютных курсов) или валют, с помощью которых диверсифицируются валютные резервы. Роль резервной валюты возможна в случае, когда такая валюта представляет масштабную транзакционную зону с глубоким финансовым рынком, деноминированные в ней активы высоколиквидны, то есть она должна быть полностью конвертируемой, а монетарная политика – пользоваться доверием в мире. Сегодня только 5 валют фактически могут выполнять роль резервных: доллар, евро, иена, британский фунт, швейцарский франк. Однако в глобальных масштабах только первые три в полной мере выполняют функцию резервных, остальные – преимущественно валюты диверсификации. Другие валюты также могут быть резервными, но, в основном, на региональном уровне (см.: Reserve Accumulation and International Monetary Stability. “IMF”, 2010, p. 1–35).

³ См.: F r a t z s c h e r M. What Explains Global Exchange Rate Movements During The Financial Crisis. “ECB Working Paper” № 1060, 2009, p. 1–42; O b s t f e l d M., S h a m b a u g h J., T a y l o r A. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. “NBER Working paper” № 14217, 2008, p. 1–48; O b s t f e l d M., S h a m b a u g h J., T a y l o r A. Financial Instability, Reserves and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008. Paper to be presented at the ASSA Meeting. San Francisco, January 3–5, 2009, p. 1–15; O b s t f e l d M. The Immoderate World Economy. 3rd Annual Journal of International Money and Finance Conference. UC Santa Cruz, May, 2009, p. 1–23; O b s t f e l d M., R o g o f f K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference. Santa Barbara, CA, October 18–20, 2009, p. 1–64.

⁴ См.: B o r i o C. The Financial Turmoil of 2007–?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations. “BIS Working Paper” № 251, 2008, p. 1–28; B o r i o C., D i s y a t a t P. Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link. “BIS Working Paper” № 346, 2011, p. 1–37.

⁵ См.: C o o p e r R. The Future of the Dollar. “Institute for International Economics Policy Brief” № 21, 2009, p. 1–6; F r a n k e l J. What’s In and Out in Global Money. “IMF Finance and Development” September 2009, p. 13–17; C o h e n B. The Future of Reserve Currencies. “IMF Finance and Development” September 2009, p. 26–29; O b s t f e l d M., R o g o f f K. Указ. труд.

ные дисбалансы и эмиссия резервных валют являются важными компонентами системного стресса, обусловившего структурные сдвиги в глобальной экономике⁶. Ключевые валюты порождают специфические макроэкономические эффекты, искажающие традиционные кризисогенные факторы, потоки капитала и механизмы приспособления платежного баланса и т. д.⁷.

Исходя из дискуссии о проблеме глобальных финансовых дисбалансов и противоречивых выводов об их дефляционном (инфляционном) уклоне и стабильности (нестабильности)⁸, в большинстве современных исследований констатируется, что действующая международная валютная система не отвечает потребностям глобальной монетарной и финансовой стабильности⁹. Сам факт длительного роста спроса на резервные активы расценивается как определенный провал международной валютной системы, поскольку последняя не гарантирует эффективной работы механизмов экстренного предложения ликвидности и не предотвращает потенциальных валютно-финансовых дестабилизаций в глобальных масштабах. Однако страны, аккумулирующие суверенные активы, и страны, их генерирующие, порождают специфические эффекты перелива, дестабилизирующие глобальную экономику. В первом случае это снижение процентных ставок, компрессия спредов, поощрение рискованного поведения, рост стоимости активов, кредитная экспансия и бум потребления. Во втором – чрезмерная концентрация инвестиций в экспортном секторе, экспорт дефляции, толерантность к исчезновению кредитных ограничений в глобальных масштабах, создание стимулов для притока капиталов на рынок высококачественных активов, что поощряло искажения в финансовом секторе в среде низких процентных ставок¹⁰. Таким образом, большинство проектов глобальных монетарных реформ предусматривают необходимость изменений в системе резервных активов, что должно привести к уменьшению зависимости глобальной экономики от несовершенной конкуренции нескольких ключевых валют¹¹.

⁶ См.: Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch. Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System. “IMF Occasional Paper” № 270, 2010, p. 1–68.

⁷ См.: Canzoneri M., Cumby R., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of Key Currency. “NBER Working Paper” № 14242, 2008, p. 1–51.

⁸ См.: Blanchard O., Milesi-Ferretti G. - M. Global Imbalances: In Midstream? “IMF Staff Position Note” № 29, 2009, p. 1–31; Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking. (Edited by S. Claessens, S. Evenett, B. Hoekman). CEPR: A VoxEU.org publication, 2010, 215 p.; Blanchard O., Milesi-Ferretti G. - M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced. “IMF Staff Discussion Note” № 3, 2011, p. 1–15.

⁹ См. подробнее: Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. Тернопіль, ТНЕУ, “Економічна думка”, 2009, 728 с.

¹⁰ См.: Reform of the International Monetary and Financial System. Trade and Development Report. Chapter IV. Geneva, UN, 2009, p. 113–132; Mateos y Lago I., Duttgupta R., Goyal R. The Debate on the International Monetary System. “IMF Staff Position Note” № 26, 2009, p. 1–25; Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF. “IMF”, 2009, p. 1–13; Reserve Accumulation and International Monetary Stability; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead. “IMF”, 2011, p. 1–32; Dorrucci E., McKay J. The International Monetary System After the Financial Crisis. “ECB Occasional Paper Series” № 123, 2011, p. 1–62.

¹¹ Предложения разных групп отличаются спецификой акцентов, степенью радикальности и благосклонности к градуализму. Между тем, все они признают, что такие реформы необходимы и не могут опираться исключительно на повышение значения СДР (см.: Reform of the International Monetary and Financial System; Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. NY, UN, 2009, 140 p.; Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. Paris, 2011, 23 p.; Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead; Dorrucci E., McKay J. Указ. труд; Farhi E., Gourinchas P. - O., Rey H. Reforming the International Monetary System. London. CEPR, 2011, 78 p.

Несмотря на то, что система резервных активов требует реформирования, теоретические исследования резервных валют опираются на доминирование рыночных процессов в международной монетарной конкуренции, которые подчиняются достаточно специфическим детерминантам. В данном случае следует четко отличать традиционные взгляды на ключевые (резервные) валюты от формирующихся в последнее время под влиянием развития глобальных финансовых дисбалансов, акселерации накопления резервов и поисков вариантов глобальных монетарных реформ.

К первым можно отнести определение критериев и условий превращения национальных хартальных денег в мировую валюту (резервная валюта, валюта привязки, валюта определения цен в международной торговле), а также доказательства того, что эффект масштаба и упрощение системы международного денежного оборота являются объективными предпосылками формирования системы мировых валют, выполняющих резервные функции в силу того, что в них доминируются резервные активы¹². Введение евро и усиление роли азиатских стран как глобальных кредиторов обусловили рост значения эффектов сети, диверсификацию и конфликт добродетели (избежание ревальвации ограничивает внутреннее обесценивание внешних активов)¹³.

Можно четко выделить исследования альтернатив доллару и критериев их актуализации:

– введение параметра риска резервной валюты существенно меняет потенциальную долю той или иной резервной валюты в структуре глобальных транзакций (например, взгляд на доллар как безрисковую валюту свидетельствует, что доля доллара недооценена, а евро – переоценена, тогда как включение параметра риска меняет баланс в пользу евро)¹⁴;

– диверсификация производства глобального ВВП, торговли и активов будет порождать необходимость представительства новых валют в глобальных резервных портфелях¹⁵;

– регионализация является мощным фактором локализации эффектов сети и усиления значения раздела мира на валютные блоки¹⁶;

¹² Сегодня хрестоматийными являются следующие фундаментальные характеристики условий формирования мировых валют: масштаб экономики (транзакционной зоны), торговые связи, глубина и ликвидность финансового рынка, стабильность и полная конвертируемость валюты, доверие к монетарной политике (см.: М а н д е л л Р. Евро и стабильность мировой валютной системы. Евро – дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. (Пер. с англ.). М., “Дело”, 2002, с. 293–328; E i c h e n g r e e n В. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect. “IMF Working Paper” № 131, 2000, p. 1–32).

¹³ См.: С o h e n В. Currency Choice in International Bond Issuance. “BIS Quarterly Review” June 2005, p. 53–66; М c K i n n o n R. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? (<http://www.stanford.edu>); L i m E. - G. The Euro’s Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. “IMF Working Paper” № 153, 2006, p. 3–38; K a m p s A. The Euro as Invoicing Currency in International Trade. “ECB Working Paper” № 665, 2006, p. 3–57; The Euro at Ten: The Next Global Currency? (Edited by J. Pisani-Ferry and A. Posen). 2009, 252 p.

¹⁴ См.: P a p a i o a n n o u E., P o r t e s R., S i o u r o n i s G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospect for the Dollar. “NBER Working Paper” № 12333, 2006, p. 1–46.

¹⁵ См.: Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards. “IMF Staff Discussion Note” № 17, 2011, p. 1–25.

¹⁶ См.: M e i s s n e r C h., O o m e s N. Why Do Countries Peg the Way They Peg? The Determinants of Anchor Currency Choice. “IMF Working Paper” № 132, 2008, p. 1–45.

– перспективы резервных валют все в большей степени будут зависеть от фискальной консолидации центров-эмитентов и способности монополюльно предлагать высококачественные активы.

Углубление финансовых рынков стран с формирующимися рынками, вероятнее всего, будет усиливать эффекты диверсификации, хотя достижение полного соответствия валют таких стран статусу резервных – дело отдаленной перспективы¹⁷.

Таким образом, ослабление роли развитых стран в глобальной экономике должно было усилить значение альтернатив традиционному доллару, евро, иене и британскому фунту, что уже подтверждается “гипотезой доминирования Китая”¹⁸. Если принять во внимание гносеологическое толерирование необходимости движения в сторону мультивалютного мира или же проектирования других моделей глобальных монетарных отношений, которые не будут опираться на конкуренцию узкого набора резервных валют, то изменения в формате их функционирования следует считать достаточно вероятными, что требует соответствующих исследований. Это важно, поскольку сами эпизоды замены одних резервных валют другими мало освещены в экономической литературе¹⁹. То есть большинство исследований не акцентирует внимание на том, каким образом могут балансироваться потери и выгоды от изменений в сфере резервных валют, тем более, что отдельные из них уже занимают позиции явных лидеров. Принимая во внимание проблему глобальных дисбалансов и масштабы накопления резервов, следует констатировать, что актуальные исследования требуют уточнения с учетом того, что предельное увеличение объема глобальных резервных активов может менять мотивацию в сфере управления ими (сегментация мотивов), а также баланс потерь и выгод от трансформации структуры резервных валют в глобальных масштабах; разработка формальных инструментов определения позиций резервных валют улучшит аналитическую структуру исследований глобальных монетарных процессов.

Ключевым моментом посткризисных глобальных монетарных отношений является то, что естественных преимуществ резервных валют и идентификации определенных стран с валютным блоком уже недостаточно для объяснения спроса на них. Таким образом, сравнение выгод от поддержки актуальных резервных валют с преимуществами, которые ими привносятся, выводит на первый план систему мотивов, касающихся выбора той или иной ключевой валюты как резервной с учетом обратной связи. Такая постановка вопроса уточняет аналитическую структуру исследований резервных валют в целом, в том числе после кризиса.

Так, формирование текущей ситуации в сфере резервных валют свидетельствует о сохранении господствующей позиции доллара. По данным 2010 г., доля американского доллара в глобальных валютнообменных операциях составила 86% (из 200%), в глобальных валютных резервах – 64%, в деноминации долговых бумаг – 46%, в банкнотах за границей – 65%, в трансграничных депозитах – 59%, в

¹⁷ См.: Financial Deepening and International Monetary Stability. “IMF Staff Discussion Note” № 16, 2011, p. 1–21.

¹⁸ См.: Fratzcher M., Mehl A. China’s Dominance Hypothesis and the Emergence of a Tri-polar Global Currency System. “ECB Working Paper” № 1392, 2011, p. 1–29.

¹⁹ См.: Eichengreen B., Flandru M. The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? “NBER Working Paper” № 14154, 2008, p. 1–48.

трансграничных займах – 52%, при доле США в глобальном ВВП – 24%²⁰. Однако соизмеримый вклад зоны евро в глобальный ВВП не повлек за собой быстрого усиления его роли в глобальных монетарных и финансовых процессах, хотя за 10 лет позиции единой европейской валюты существенно изменились. Так, в 1999 г. доля глобальных валютных резервов, которая деноминировалась в евро, составила 18,1%, а в 2009 г. – 27,3%, доля стран, привязанных к евро, в глобальном ВВП была, соответственно, 9% и 12%, их доля в эмиссиях международных долговых обязательств – 19,5% и 31,4%, а доля в трансграничных займах – 11,8% и 20,3%²¹. Наибольший успех евро связан с деноминацией долгов, вызванной рядом специфических моментов в интерпретации заемщиками структурных черт монетарной политики ЕЦБ (менее волатильные ставки, более консервативная монетарная стратегия, менее выраженная, чем в ФРС, реакция на шоки и т. д.)²², однако разные масштабы транзакционной зоны доллара и евро существенно ограничивают перспективы последнего, даже если эффекты диверсификации будут играть в его пользу. Замедление с 2011 г. роста доли евро в глобальных валютных резервах свидетельствует о том, насколько фискальный кризис в странах ЕС и ЕВС может пошатнуть его потенциал как глобальной валюты.

Спецификой процесса замещения резервных валют или же усиления тенденции к увеличению их количества по сравнению с процессом возникновения системы резервных валют на основе национальных хартальных денег является то, что любые изменения в объемах предельного глобального спроса на резервные активы и диверсификация уже существующих будут иметь мощные экстерналии. Это особенно очевидно, если принять во внимание стремительное усиление значения валютных резервов как доли глобального ВВП, ВВП США и зоны евро как центров эмиссии наиболее часто используемых валют в структуре глобальных транзакций, а также ВВП стран с формирующимися рынками²³ (табл.). Таким образом, любые изменения в поведении активов, объемы которых превышают 50% ВВП крупнейших геоэкономических центров мира, будут иметь внешние последствия и влиять на механизм глобального приспособления к новым равновесным условиям.

Выход за рамки утвердившейся моновалютной модели (или асимметрично бивалютной модели, если принять во внимание постепенное повышение значения евро при сохранении более мощного влияния политики ФРС по сравнению с

²⁰ См.: Reserve Accumulation and International Monetary Stability, p. 8.

²¹ См.: Doguossi E., McKay J. Указ. труд, p. 33.

²² См. подробнее: O'Neil V. Указ. труд; Козюк В. Валютна композиція міжнародних транзакцій: конкуренція між долларом та евро з позиції монетарного аналізу глобальних процесів. “Світ фінансів”. Вип. 1, 2007, с. 7–18.

²³ Уже отмечалось, что с 2002 г. в глобальной экономике наблюдается резкий прирост валютных резервов. Самыми весомыми конкурирующими гипотезами, объясняющими этот феномен, являются следующие: монетарный меркантилизм (поддержка экспортоориентированного роста на основе заниженных валютных курсов), самострахование от валютно-финансовых кризисов, конкурентное накопление резервов. Каждая из этих гипотез находит свое подтверждение в эмпирических данных. Мы поддерживаем позицию, когда начальным толчком к резкому росту объемов валютных резервов стало сочетание монетарного меркантилизма и мотивов самострахования, поскольку первый создает базу для реализации второго. Мотив конкурентного накопления актуализируется позднее, когда возможности сохранять траекторию накопления резервов начинают варьировать в разрезе стран, а выгоды от этого связаны исключительно с недопущением получения отдельной страной явных преимуществ (см.: Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності, с. 395–421).

ЕЦБ на остальные страны) не будет нейтральным относительно глобального благосостояния. Это связано с тем, что любые изменения в характере глобального спроса на резервные валюты означают изменения факторов влияния на уровень процентных ставок и стоимость активов, вследствие чего рестрикции спроса в странах — центрах эмиссии резервных валют будут передаваться остальной глобальной экономике по каналам торговли (мультипликатор импорта), по каналам движения капитала (ограничения на привлечение капитала также будут означать снижение возможностей его экспорта, что будет влиять на потоки финансовых средств в глобальных масштабах), по каналам приспособления портфелей инвестиций (возникновение дополнительной волатильности на валютном рынке и рынке активов, а также изменения относительных доходностей на рынках разных классов активов) и по каналам движения ликвидности (изменения условий ликвидности на развитых рынках могут повлиять на поведение всех участников финансовой системы).

Изменение относительных значений глобальных валютных резервов *

(%)

Показатель	2001 г.	2009 г.
Глобальные валютные резервы/глобальный ВВП.....	6,9	14,8
Глобальные валютные резервы/ВВП США.....	21,2	60,5
Глобальные валютные резервы/ВВП зоны евро.....	34,9	68,5
Глобальные валютные резервы/ВВП стран с формирующимися рынками	29,6	47,6
Валютные резервы стран с формирующимися рынками/ВВП стран с формирующимися рынками.....	17,7	30,7

* Рассчитано автором по данным “IMF Global Financial Report” за соответствующие годы.

В последнем случае, если традиционные и новые резервные активы не являются полностью взаимозаменяемыми и характеризуются отличными инвестиционными качествами, то ухудшение ликвидности рынков и валютных резервов может существенно повлиять на проведение более консервативной макроэкономической (макроуровень) и инвестиционной (микроуровень) политики в случае, когда это осознано и превращается в элемент рациональных ожиданий. Ухудшение ликвидности будет рассматриваться как дополнительная плата за диверсификацию. Если оно не будет влиять на решение экономической или инвестиционной политики (будто качество портфелей не изменилось), то это будет угрожать повышением уязвимости к глобальным шокам и ухудшением ситуации с глобальной финансовой стабильностью.

В то же время существует проблема отставания коррекции структуры валютных резервов в ответ на снижение стоимости резервной валюты. Данный феномен, эмпирически подтверждавшийся в течение нескольких десятков лет, свидетельствует о том, что центробанки, управляющие резервами, автоматически выступают стабилизаторами, то есть предотвращают усиление рыночного тренда, не допуская своего вовлечения в процесс лихорадочной распродажи активов (*fire selling*)²⁴. Такое поведение центробанков опосредованно поддерживает резервную валюту, растягивая лаг изменения структур резервных активов.

Альтернативой механизму автоматической стабилизации быстрой коррекции валютной структуры резервных активов является ситуация, когда с определенно-

²⁴ См.: Wong A. Measurement and Inference in International Reserve Diversification. “Institute for International Economy Working Paper” № 6, 2007, p. 1–63.

го порогового значения накопления резервов начинается процесс дифференциации мотивов в сфере управления ими²⁵. В отличие от автоматической стабилизации, в данном случае центробанки могут как поддержать устойчивую резервную валюту, так и “выйти из нее”.

Теоретически можно предположить, что предельный рост объемов глобальных валютных резервов должен подталкивать вверх среднюю величину порога, за которым склонность к диверсификации (отходу от резервной валюты) усиливается. Однако, если центробанки осознают проблему эндогенности повышающегося тренда объемов оптимальных резервов в ответ на повышение торговой и финансовой открытости и рост равновесных потоков капитала²⁶, то уровень порога, за которым актуализируется склонность к диверсификации, тоже будет расти эндогенно. Ввиду того, что у стран возможности накопления внешних активов асимметричны, это будет означать как стабилизацию уже существующей резервной валюты (для стран, которые не могут достичь такого порога), так и поиск альтернатив ей (для стран, пересекающих порог). С эмпирической точки зрения, несмотря на экспоненциальный рост объемов глобальных валютных резервов, их валютная структура не подверглась радикальным изменениям с определенными усилением евро и ослаблением доллара. То есть показатели валютной деноминации предельных объемов резервных активов отображали незначительное преимущество евро при сохранении лидерства за долларом. Однако степень концентрации резервов также ставит вопрос о перспективах статус-кво. Страны со значительными резервами в большей степени заинтересованы в диверсификации²⁷ и начинают активную политику интернационализации своих валют (Китай и Россия), но при этом их внезапные решения в этой сфере могут сказаться на росте фискальных потерь, поскольку обесценение резервных активов вследствие распродажи будет означать убытки для центробанков²⁸. Таким образом, уровень концентрации резервов уже не может быть нейтральным к их структуре. Теперешняя ситуация характеризуется тенденцией к усилению концентрации наряду с сохранением значительного количества стран с небольшой долей резервов. Например, в 2006–2009 гг. в среднем 3,3% глобальных валютных резервов приходилось на зону евро, 3,4% – на Индию, 3,9% – на Тайвань, 5% – на Саудовскую Аравию,

²⁵ Р. Бек и С. Вебер утверждают, что та часть резервов, которая накапливается за пределами объемов, обусловленных заблаговременным самострахованием, тяготеет к высокой диверсификации из соображений обеспечения “сохранения стоимости” (см.: B e c k R., W e b e r S. Should Larger Reserve Holding Be More Diversified? “ECB Working Paper” № 1193, 2010, p. 1–48).

²⁶ Суть проблемы эндогенности в повышении оптимальных объемов резервов состоит в том, что попытки сформировать достаточный их запас, отвечающий конвенциональным показателям покрытия недель импорта, краткосрочного долга, денежной базы и т. д., будут означать, что в меру глобализации и широкого участия страны в ней такие показатели физически растут, порождая эффект “дрейфа базы”. Допустимые объемы резервов будут либо догонять такие конвенциональные показатели в случае, когда страна сталкивается с трудностями в накоплении резервов, либо опережать их вследствие того, что страна меняет политику в направлении ускоренной их мобилизации, что может обуславливаться разными мотивами (самострахование, монетарный меркантилизм, конкурентное накопление и т. п.) (см. подробнее: К о з ю к В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності, с. 384–421).

²⁷ См.: X u Q. A Study of Currency Internationalization: JPY and CNY. Chinese Academy of Social Science. Institute of World Economics and Politics. “Working Paper”, 2009; Z h o u X. Reform of the International Monetary System. “People’s Bank of China Speeches” March 2009.

²⁸ См. подробнее: Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards; Reserve Accumulation and International Monetary Stability.

5,5% – на Россию, 13,4% – на Японию, 24,3% – на Китай, 41,1% – на остальные страны ²⁹.

Говоря о проблеме обусловленности мотивов владения резервными активами и объемами последних, можно выделить несколько стадий потенциального изменения управленческих целей.

Первая стадия: страна накапливает валютные резервы, поскольку они являются неотъемлемой составляющей обеспечения элементарной макроэкономической стабильности, покрытия критического импорта и гарантией обслуживания внешнего долга.

Вторая стадия: с ростом объемов резервов и дальнейшей интеграцией страны в глобальную экономику увеличивается вероятность повышения уязвимости к шокам на рынках капитала, что приводит к созданию резервов с целью самострахования. Заблаговременное накопление резервов предполагает, что страна сможет обойтись и меньшим объемом внешних активов центробанков, однако ограниченная эффективность финансового рынка при компенсации шоков, уязвимость к кризисам по типу “внезапной остановки” притока капитала, финансовая долларизация, вывоз капитала (обусловленный низким уровнем взаимозаменяемости активов развитых стран и стран с формирующимися рынками и ограниченным предложением инструментов инвестиционного качества у последних) побуждают к накоплению резервов в объемах, более высоких, чем те, которые рассчитываются на основе традиционных индикаторов (покрытие месяцев импорта, краткосрочного внешнего долга и т. д.). На этих стадиях ключевым требованием к качеству резервов является их ликвидность.

Третья стадия: с увеличением объемов резервов свыше уровня, обусловленного мотивом заблаговременного самострахования, меняются требования к структурному составу внешних активов. Кроме традиционных требований ликвидности растет значение сохранения стоимости или поиска приемлемой доходности. В противном случае – предельный рост резервов будет сопровождаться ощутимыми фискальными потерями. Сохранение стоимости может достигаться за счет как диверсификации валютного и инструментального компонентов, так и включения в портфельную стратегию монетарного золота или других альтернативных активов.

Четвертая стадия: дальнейший рост резервов будет допускать использование их доли для альтернативного инвестирования, которое может носить рискованный характер, обусловленный стратегическими, а не рыночными соображениями. Допустимость рискованного инвестирования коррелирует с выводами поведенческих финансов о том, что склонность к риску прямо зависит от величины благосостояния, относительная доля которого, предназначенная для рискованного инвестирования, не будет весомой. На третьей и четвертой стадиях ликвидность перестает быть ключевым мотивом в управлении структурой резервных активов.

В экстраполяции на систему резервных активов и валют изменение мотивов и требований к внешним активам центробанков по мере их накопления перестает быть нейтральным к возможностям поддерживать статус-кво в глобальных монетарных отношениях. Во-первых, количество стран, находящихся на первом и втором этапах, значительно, поэтому главная действующая резервная валюта бу-

²⁹ См.: Reserve Accumulation and International Monetary Stability, p. 6.

дет для них естественной монополией³⁰, влияние которой будет тем сильнее, чем будет ниже взаимозаменяемость активов, деноминруемых в другие, уже существующие, резервные валюты. Однако в глобально интегрированной экономике негативные экстерналии политики страны – эмитента такой валюты скоро станут явными, что повлечет за собой снижение порога, за которым актуализируются мотивы диверсификации. Во-вторых, концентрированное владение значительными объемами резервов, смягчая требования к их ликвидности, позволит не просто изменить резервные валюты, но и альтернативно разместить резервные активы (например, вложить резервы в сырьевые месторождения за пределами страны, как это практикует Китай). В-третьих, поиски альтернатив традиционным резервным валютам странами, имеющими значительные резервы (например, путем политики интернационализации собственных валют), не исключают усиления их регионального значения, что может повлечь за собой кумулятивное давление в сторону ослабления значения действующей резервной валюты. Впрочем, позитивы в виде усиления конкуренции между резервными валютами и риски снижения значения действующей резервной единицы, особенно в форме “лихорадочного выхода из нее”, не сопоставимы, поскольку их макрофинансовая природа разная. В первом случае преимущества очевидны при глобальной инфляции (за исключением, когда инвестиции в производство и глобальные поставки первичных ресурсов являются формой размещения резервных активов; инфляция на сырьевых рынках может изменить ее ожидания на потребительских – примеры были в 2008 и 2010 гг.). Во втором – растут угрозы в сфере глобальной финансовой стабильности, поскольку снижаются качество и ликвидность резервов, доходность разных классов активов и на разных рынках может искажаться, ухудшение доступа к финансированию бюджетного дефицита и платежного баланса стран – эмитентов резервной валюты угрожает сужением глобального спроса³¹.

Для упрощения исходных допущений и формализации анализа позиций резервной валюты используем модель, в которой будут отражены существующая и ожидаемая структуры глобальных монетарных отношений (рис. 1).

На рисунке 1 ось OX – RCNB (Reserve Currency Natural Benefits) – отображает естественные преимущества резервной валюты в виде эффектов сети, экономии на масштабе, снижении транзакционных издержек, ликвидности и т. д.

Ось OY – GSRCM (Global Stability under Reserve Currency Maintenance) – отображает преимущества от поддержки действующей резервной валюты, связанные с тем, что “выход из нее” грозит финансовой нестабильностью и сужением глобального спроса.

³⁰ Модель резервной валюты как естественной монополии описана Б. Эйчэнгрином в рамках рассмотрения гегемонистских концепций глобальных монетарных отношений. Эффект естественной монополии возникает вследствие того, что многие малые страны при осуществлении международных транзакций поддерживают резервы в одной валюте большой страны, экономя на диверсификации резервов, мелкий характер которых не отвечает требованиям к их ликвидности и поддержке макроэкономической стабильности (см. подробнее: Eichengreen B. Hegemonic Stability Theories of International Monetary System. “NBER Working Paper” № 2193, 1987).

³¹ Например, США рассматриваются как “источник глобального спроса последней инстанции”. Имеется в виду, что глобальный спрос тесно привязан к способности страны неукоснительно финансировать дефицит текущего счета (см.: Aizenman J., Jinjara k Y. The US as the “Demander of Last Resort” and its Implications on China’s Current Account. “NBER Working Paper” № 14453, 2008, p. 1–21).

RCL (Reserve Currency Line) – линия резервной валюты, которая отображает такую комбинацию естественных преимуществ резервной валюты и преимуществ избежания “выхода из нее”, которая в итоге будет означать возникновение плоскости стабильности (над линией) или нестабильности (под линией) статуса с вероятной его потерей действующей резервной валютой.

ERCSL (Exploitation of Reserve Currency Status Line) – линия эксплуатации статуса резервной валюты (осуществление макрополитики без оглядки на внешние эффекты, с возможностью мягче реагировать на шоки и поддерживать более низкие процентные ставки без рисков для платежного баланса и валютного курса, обусловленных постоянным спросом на резервную валюту и ликвидные активы страны-эмитента). Эта линия является возрастающей (возможности эксплуатировать эффект резервной валюты тем больше, чем сильнее ее преимущества) и пунктирной (страна-эмитент может не прибегать к одностороннему некооперативному поведению), а когда она расположена ниже линии резервной валюты, такой тип поведения будет сопровождаться для нее риском потери своего статуса.

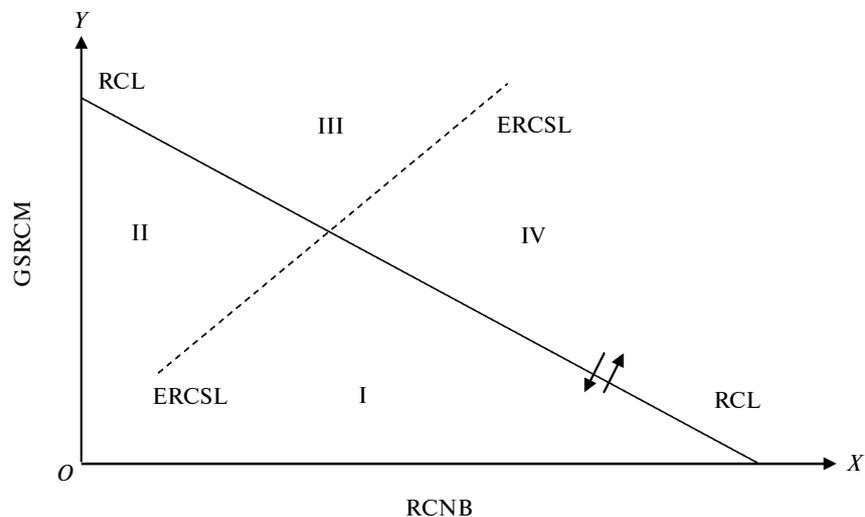


Рис. 1. Формальная модель анализа позиции резервной валюты

Угол наклона линии RCL задается структурными параметрами глобальной экономики, а также спецификой функционирования международной валютной системы и степенью интеграции финансовых рынков. Низкий угол означает, что основными факторами удержания резервной валютой своих позиций являются те преимущества, которые она приносит в глобальную экономику (эффект сети, положительный эффект масштаба, снижение транзакционных издержек и т. д.). Высокий угол свидетельствует о том, что основным фактором выступает повышение риска потерь глобального благосостояния, что ассоциируется с ослаблением позиций резервной валюты. Движение линии RCL вправо означает расширение зоны нестабильности резервной валюты, поскольку глобальной экономике нужны дополнительные выгоды для поддержки ее позиций. Как пример – усиление конкуренции между резервными валютами и монетарными трансформациями на глобальном уровне, минимизирующими спрос на них. Движение влево, наоборот, свидетельствует о расширении зоны стабильности резервной валюты. Это случай, когда выгоды от поддержки позиций резервной валюты обуславливаются ее монопольным положением. Изменения угла наклона линии RCL

являются проявлениями эффектов изменения текущих позиций резервной валюты. Линия ERCSL также может менять угол наклона в зависимости от мотива спроса на резервную валюту (наиболее вероятный ее эмитент, который проводит не-кооперативную политику, основанную на использовании преимуществ резервного статуса его платежных обязательств).

Полученные при пересечении линий RCL и ERCSL сегменты имеют определенное макрофинансовое содержание.

Сегмент I – нестабильность резервной валюты связана с низкими потерями от ухудшения ее статуса даже при определенных преимуществах естественной монополии и относительно сбалансированной макрополитики страны-эмитента. Диверсификация портфелей с незначительными глобальными рисками может свидетельствовать о наличии альтернативных резервных активов, к которым предъявляются специфические требования (например, преимущество сохранения стоимости или доходности над ликвидностью). Владение значительными резервами, что приводит к дифференциации мотивов управления ими, наглядно демонстрирует соответствие данному сегменту. С исторической точки зрения, это случаи ослабления статуса иены, британского фунта и швейцарского франка, а также потери британским фунтом господствующей позиции после Первой мировой войны.

Сегмент II – нестабильность резервной валюты связана с ухудшением ее естественных способностей (ослаблением эффектов сети, снижением ликвидности деноминированных в нее активов) вместе с сохранением определенных рисков потери благосостояния в случае “выхода из нее” и относительно сбалансированной макрополитики страны-эмитента. Возникновение ситуации, описываемой сегментом II, характеризуется усилением конкуренции между резервными валютами в условиях поддержки значительной доли глобальных валютных резервов в одной из них. Наиболее полно это касается евро после глобального финансового кризиса, особенно – в свете долгового кризиса в странах ЕС и ЕВС.

Плоскость над линией RCL – зона стабильности резервной валюты. В случае, когда макроэкономический курс центра эмиссии резервной валюты не имеет негативных экстерналий, резервная валюта находится в наиболее стабильной позиции (отсутствие линии ERCSL). Но в случае, когда монетарный курс страны-эмитента идет вразрез с благосостоянием остального мира (наличие линии ERCSL), возникает ряд конфликтных ситуаций, имеющих место в рамках сегментов III и IV. Конфликтность ситуации связана с тем, что выгоды от поддержки текущего статуса резервной валюты не уменьшаются, хотя и служат поводом для конфликта интересов между эмитентом и держателями резервов.

Сегмент III отображает конфликт между эгоистической политикой страны-эмитента на фоне значительных рисков дестабилизации в случае глобальной диверсификации резервных активов. Для такой ситуации характерны затяжное раскручивание спирали глобальных финансовых дисбалансов и накопление значительного объема резервов, внезапное изменение структуры которых будет иметь дестабилизирующие последствия одновременно с возникновением конкуренции в сфере выполнения резервными валютами своих функций (интернационализации новых валют и повышения значения валют с более слабым резервным статусом). Таким образом, доллар после глобального финансового кризиса оказался именно в такой позиции.

Сегмент IV демонстрирует конфликт между макроэкономическим курсом страны – эмитента резервной валюты и сохранением значительных выгод в сфере выполнения такой валютой всех своих функций. При этом риск глобальной диверсификации резервов остается высоким, а последствия незначительны. Данный сегмент описывает историческую и современную “дилемму Триффина”³²: глобальная экономика требует все больше международно признанных средств ликвидности, дальнейшее накопление которых подрывает основы доверия к резервной валюте из-за чрезмерно мягкого макроэкономического курса центра ее эмиссии. Можно утверждать, что практически весь период господствования доллара после Второй мировой войны описывается принадлежностью к этому сегменту, дополнительным свидетельством чего является несоответствие между ожидаемым и фактическим статусом евро в глобальных монетарных отношениях, несмотря на определенный успех ЕЦБ как монетарной институции. Однако, принимая во внимание сохранение привязки китайского юаня к доллару, любая серьезная альтернатива последнему сразу попадает под риск ревальвационного давления в масштабах, грозящих потерей конкурентоспособности, как это уже было с евро в 2006–2007 гг. Если допустить сохранение тенденций к накоплению глобальных валютных резервов в пределах, приближенных к современному экстраполированному тренду, а также к их концентрации, то следует ожидать не столько изменения позиций конкурирующих резервных валют, сколько возникновения альтернативы им всем. Это и впишется в логику усиления полицентризма в глобальных монетарных отношениях, и совпадет с постепенной деконцентрацией действующих резервных валют в предельном приросте активов центробанков в направлении большего соответствия взносу в глобальный ВВП. Иллюстрацией данной тенденции является изменение позиций доллара и евро после глобального финансового кризиса (рис. 2).

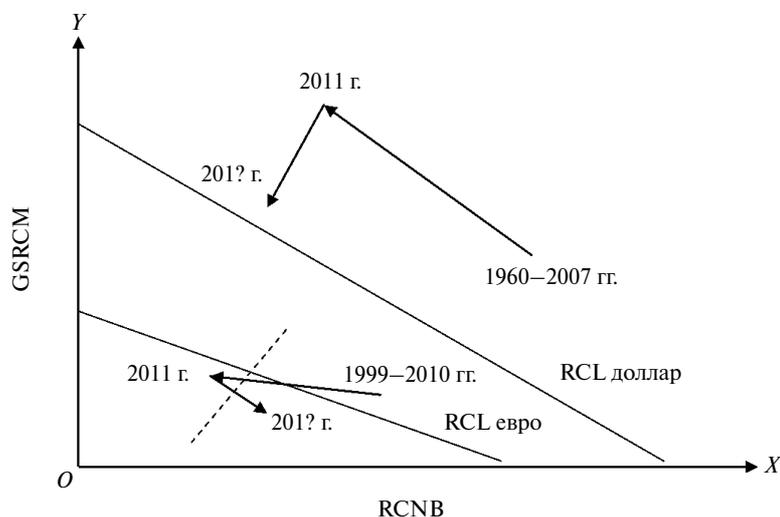


Рис. 2. Изменение позиций доллара и евро после глобального финансового кризиса

³² См. подробнее: Triffin R. *Gold and Dollar Crisis*. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961, 246 p.; Gourinchas P.-O., Rey H. *From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and The Exorbitant Privilege*. “CEPR Discussion Paper” № 5220, 2005, p. 1–38; Mateos Lago I., Duttagupta R., Goyal R. Указ. труд; Dogrucci E., McKay J. Указ. труд, p. 8–12.

На рисунке 2 показаны относительное доминирование доллара по сравнению с евро, а также более высокие риски дестабилизации глобальных финансов в случае “выхода из доллара”. Это обусловлено более значительным объемом накопления резервов в долларах и тем, что евро определенное время рассматривалось и продолжает рассматриваться как диверсификационная альтернатива доллару. Обе валюты изменили свои позиции в направлении сегментов, которые демонстрируют наличие рисков при дальнейшей поддержке действующего статуса. В случае доллара – это поиск альтернативы валюте, которая является ядром глобальных финансовых дисбалансов, и денежной единице центробанка, осуществляющего агрессивную антикризисную политику монетарной экспансии. В случае евро – это фискальный кризис стран ЕС и ЕВС, ограничивающий эффективность ЕЦБ, порождающий недоверие к будущему статусу активов, деноминированных в евро. Ослабление внешнего спроса на евро в предельных приростах валютных резервов на фоне фискальных проблем в европейских странах может снизить потери от “выхода из евро”. Таким образом, это будет угрожать ослаблением стабильности евро как резервной валюты.

Между тем, евро как резервная валюта является лучшей альтернативой ситуации, когда мир и дальше будет оставаться под асимметричным влиянием ФРС в сочетании с усилением роли валют, ликвидность которых недостаточна для гарантирования финансовой стабильности в глобальных масштабах. Формирование монетарных процессов глобального уровня на основе снижения зависимости от резервных валют будет выглядеть более привлекательной долгосрочной стратегией, которая позволит снизить зависимость от доллара, сохранит адекватный статус евро на глобальных рынках и активизирует региональную монетарную интеграцию. Формирование глобально значимых валютных союзов с кумулятивным снижением спроса на резервные валюты является более эффективным путем глобальных монетарных реформ и эволюции международной валютной системы по сравнению с поисками вариантов создания мультивалютного централизованного монетарного устройства мира, любые варианты которого служат источником перераспределительного конфликта между США, держателями крупнейших валютных резервов и остальными странами.

Посткризисные сдвиги в позиции глобальных резервных валют затронули Украину. Во-первых, изменение тренда курса “доллар – евро” обусловило ориентацию на устойчивость эффективного реального курса. К 2008 г. рост курса евро к доллару позволял компенсировать внутреннюю инфляцию, вследствие чего эффективный реальный курс не рос. После падения курса евро привязка гривни к доллару уже не позволяла в полной мере компенсировать внутреннюю инфляцию, что повлекло за собой ухудшение конкурентоспособности национальной экономики и расширение дефицита платежного баланса, и было неожиданным в свете сужения внутреннего спроса в кризисный период. Отсутствие перехода на гибкий курс существенно усложняет способность НБУ реализовывать монетарную политику, особенно в случае резких изменений курсовых паритетов между ключевыми валютами. Во-вторых, сформировавшаяся до кризиса тенденция увеличения доли евро в валютных резервах НБУ оказалась под угрозой из-за фискального кризиса в странах ЕВС. Однако намерения диверсифицировать валютные резервы за счет включения в их состав российского рубля и китайского юаня сомнительны. Стоимость рубля опирается исключительно на валютные резервы,

динамика которых крайне чувствительна к ситуации на рынке первичных ресурсов. Юань не является валютой, формирующей ликвидные активы. Таким образом, увеличение доли валютных резервов Украины в данных валютах снизит их ликвидность и оперативное реагирование на глобальные макрофинансовые шоки. Сохранение статус-кво в структуре внешних активов НБУ, сформировавшейся до кризиса, в среднесрочной перспективе более оправданно.

Выводы

Характер глобальных монетарных процессов все больше обуславливается внешними эффектами политики, касающейся глобальных резервных активов; усиливается конфликт между негативными экстерналиями политики стран – эмитентов резервных валют и рисками для финансовой стабильности вследствие незапного и масштабного “выхода из них”. Длительный рост внешних активов центробанков, обусловленность мотивов управления валютными резервами их объемом и неоднородность их концентрации в разрезе стран только усиливают конфликт между данными видами внешних эффектов. Чем больше объемы валютных резервов, тем выразительнее тенденция к их диверсификации и поиску альтернативных способов управления. Преимущество ликвидности традиционных резервов присуще странам с незначительными объемами владения ими. Это меняет структуру анализа позиций ключевых валют. Модель формального анализа позиций резервных валют предусматривает сочетание факторов, поддерживающих резервную валюту (ее естественные преимущества и размер потерь в случае “выхода из нее”), с поведением центробанка, который может эксплуатировать выгоды от резервного статуса своей валюты. После глобального финансового кризиса практически все резервные валюты изменили свои позиции, особенно это видно на примере доллара и евро. Их асимметричное перемещение в более рискованные зоны свидетельствует об усилении тенденции к возникновению альтернатив традиционной конкуренции резервных валют. Формирование глобально значимых валютных союзов со снижением спроса на резервные активы признано лучшим вариантом, нежели поиск модели централизованной мультивалютной системы монетарных отношений, которая априори является объектом перераспределительного конфликта между США, держателями крупнейших валютных резервов и остальными странами.

Статья поступила в редакцию 16 декабря 2011 г.
