
ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 336/339

В. В. КОЗЮК,
*профессор, доктор экономических наук,
заведующий кафедрой экономической теории
Тернопольского национального экономического университета*

ФИСКАЛЬНЫЙ РУБИКОН РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ

Доказан рост значения фискального фактора в сфере стабильности резервных валют. Установлено, что фискальное смещение “дилеммы Триффина” угрожает стабильности резервных валют в силу изменения рыночной стоимости долговых инструментов, а сегментация мотивов управления валютными резервами повышает нестабильность долговых рынков, тогда как трансформация банковской деятельности предполагает необходимость расширения фискального пространства стран – эмитентов резервных валют.

Ключевые слова: резервные валюты, резервные активы, фискальная устойчивость, государственный долг, глобальная ликвидность.

V. V. KOZYUK,
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Head of the Department of Economics,
Ternopol National Economic University*

THE FISCAL RUBICON OF RESERVE CURRENCIES

It is found that the meaning of the fiscal factor in the reserve currency stability sphere rises. It is established that the fiscal bias of the Triffin dilemma threatens the stability of reserve currency through a variation of the market value of debt instrument's channel. The segmentation of motives of the exchange reserve management increases the debt market instability, whereas a transformation of the modern banking requires a wider fiscal space of the reserve currency issuing countries.

Keywords: reserve currencies, reserve assets, fiscal sustainability, public debt, global liquidity.

Проблема глобальной монетарной стабильности в посткризисной перспективе не стояла достаточно остро, пока агрессивные программы по стимулированию совокупного спроса давали краткосрочный результат. Неожиданный рост курса доллара, масштабные операции ведущих центробанков по спасению финансового сектора в совокупности с “кейнсианскими” публичными дефицитами уже не кажутся настолько несовместимыми с глобальной монетарной нестабильностью. Посткризисные события продемонстрировали, что фактор глобальных монетарных взаимоотношений играет принципиальную роль в нейтрализации мер, стимулирующих совокупный спрос в развитых странах, консервации глобальных финансовых дисбалансов, перерастании глобальной рецессии в глобальную стагнацию. Быстрое восстановление рынка активов и первичных ресурсов с многочисленными микрокоррективами усилили посткризисную фоновую макрофинансовую нестабильность.

Но только в совокупности с долговым кризисом в развитых странах это сигнализирует о возникновении признаков скатывания мира в глобальную ловушку

ликвидности. Выход из нее во многом заблокирован опять-таки тем, что модель экономического роста в глобальной экономике в течение десятилетий опиралась на финансовые дисбалансы, составляющей которых является своеобразная презумпция безрисковости резервных валют или активов. Именно наличие глубокого и ликвидного рынка инструментов суверенных заимствований отдельной группы развитых стран делала резервные валюты воплощением ряда преимуществ, сочетавших монетарные выгоды от относительной монополии мировых валют и сохранения стоимости авуаров центральных банков вне золота и других монетарных металлов.

Долговой кризис в развитых странах совпал по времени с рядом структурных изменений в глобальной экономике: аккумулярование значительных неявных обязательств, связанных со старением населения и поддержкой финансового сектора; формирование полицентрической модели реального сектора глобальной экономики; усиление агломерационных эффектов в сфере монетарной политики и финансов в ряде крупнейших стран с формирующимися рынками. В свете дискуссии о реформах глобального монетарного устройства кризис суверенного долга развитых стран указывает на то, что любые траектории будущей эволюции и реформирования глобальных монетарных взаимоотношений так или иначе опираются на фискальный фактор. Усиление зависимости эффективной поддержки статуса мировых валют как резервных от фискальной устойчивости правительств эмитирующих их стран все четче указывает на необходимость углубленного теоретического анализа взаимосвязей между долговым бременем, фискальной политикой и способностью отдельных стран с помощью национальных денег обеспечивать деноминацию внешних активов остального мира. Фискальные факторы глобальной монетарной нестабильности также недостаточно изучены, что обуславливает актуальность данного исследования.

Традиционный теоретический анализ резервных валют опирается на изучение факторов, делающих циркуляцию ограниченного набора национальных денег более эффективной моделью организации глобальных монетарных взаимоотношений по сравнению с ситуацией, когда все участники международного обмена владеют валютами друг друга [1]. Эффект естественной монополии стали активно обсуждать в рамках дискуссий о возможности и даже желательности определенной конкуренции на рынке резервных валют, в результате чего эффект сети, диверсификация, макрофинансовые и торговые гравитационные факторы выбора в пользу той или иной валюты привязки заложили аналитический фундамент исследований в данном направлении.

Между тем, развитие ситуации после мирового финансового кризиса в глобальных монетарных взаимоотношениях указывает, что действующая система накопления резервных активов, основанная на использовании узкого круга резервных валют, не обеспечивает должного уровня стабильности в глобальном масштабе [2]. Наличие асимметричных интересов в глобальных монетарных взаимоотношениях является ключевой причиной отсутствия четко очерченных интенций к их реформированию или, по крайней мере, повышению уровня координации национальных монетарных и финансовых политик. При этом данные подходы не содержат предостережений о том, что риски для глобальной монетарной стабильности могут обуславливаться фискальной уязвимостью стран — эмитентов резервных валют, а сама долговая устойчивость во многом опирается на то, являются ли валюты резервными. Конфигурация глобального спроса на резервы также не рассматривается как мощный фактор влияния на долговую политику.

Большинство исследований перспектив посткризисного развития резервных валют концентрируется на том, что углубление финансовых систем стран с формирующимися рынками * и рост доли ВВП, производимой за пределами стран – эмитентов резервных валют, создают долгосрочные риски для поддержки их статуса [3]. Существует ограниченная группа исследований, согласно которым структурные реформы и фискальная консолидация являются достаточно весомыми факторами резистентности статус-кво в глобальных монетарных взаимоотношениях. Без таких реформ последние могут трансформироваться достаточно быстро и далеко не всегда в направлении, отвечающем логике поддержки глобальной монетарной стабильности [4].

Тем не менее, непосредственные исследования связей между резервными валютами и фискальной политикой весьма ограничены. Традиционное восприятие того, что резервный статус валюты позволяет проводить более гибкую монетарную (отсутствие бремени приспособления к дефициту платежного баланса) и фискальную (более низкие расходы на обслуживание государственного долга) политику, сегодня требует уточнения с учетом долгового кризиса в странах – эмитентах резервных валют. Так, большинство долговых кризисов и коллапсов валюты происходит из-за ожиданий экономических агентов в отношении будущей, а не текущей платежеспособности, вследствие чего актуальные значения долговой нагрузки на уровне 100% ВВП усиливают неопределенность качества резервных активов и, соответственно, способность резервных валют подтверждать свой статус [5]. Подобного мнения придерживается М. Обстфельд, который отмечает, что в мире с растущим спросом на валютные резервы могут возникать проблемы с достаточностью активов, инвестиционные качества которых допускают размещение в них внешних активов центробанков. Конфликт между суверенной платежеспособностью эмитентов резервных активов и спросом на международную официальную ликвидность можно расценивать как новую эру глобальных монетарных взаимоотношений [6].

При этом весь комплекс проблем в сфере взаимосвязей между фискальной политикой стран – эмитентов резервных активов и текущим глобальным монетарным режимом требует более детального теоретического анализа. Фискальные ограничения резервных валют не рассматривались в литературе по анализу критериев приобретения ими этого статуса. Аналогично более глубокого изучения требуют вопросы уязвимости долговых рынков к повышению доли заграничного владения суверенными долговыми обязательствами, особенно в свете того, что при накопленном уровне валютных резервов сегментация мотивов управления ими генерирует риски глобальной макрофинансовой нестабильности. Управляя значительными резервами, центробанки могут провоцировать колебания на рынках долговых инструментов стран, относительно которых фундаментальные и поведенческие факторы соотношения между риском и доходностью расходятся. В условиях значительной долговой нагрузки на развитые страны следует глубже анализировать проблему усиления взаимосвязей между фискальной политикой и структурой глобальных монетарных взаимоотношений, чему и посвящена данная статья.

Так, посткризисный рост государственного долга в развитых странах характеризуется тем, что в среднесрочной перспективе их фискальная устойчивость может

* Углубление финансовых систем стран с формирующимися рынками проявляется в росте доли финансовых активов и обязательств в ВВП и расширении спектра доступных для инвестиций финансовых инструментов, что расширяет возможности перехода на гибкие валютные курсы, а следовательно, уменьшает спрос на резервные валюты в системе монетарной политики и политики обеспечения финансовой стабильности [3].

оказаться под вопросом (табл. 1). Причины этого разные, но, прежде всего, нужно выделить следующие: высокий уровень долгового бремени перед кризисом (в среднем свыше 60% для развитых стран); провоцирование, в силу накопления значительных посткризисных дефицитов, макроэкономического конфликта между новыми потребностями в стимулировании экономики (затухание кейнсианских эффектов фискальной экспансии) и необходимостью продиктованной повышением платы за риск фискальной консолидации, что делает ее сценарий неопределенным; приумножение неявных обязательств, связанных со старением населения; ограниченные возможности снижения процентного бремени с учетом приближения ставок центробанков к нулю; и т. д. Следовательно, суверенная платежеспособность развитых стран без применения ими радикальных мер фискальной сдержанности может быстро оказаться под сомнением, которое будет все крепнуть по мере сужения возможностей восстановления конкурентоспособности, особенно в случае сохранения большинством стран мира политики избежания повышения валютных курсов по отношению к доллару и евро.

Таблица 1

Прогнозируемая траектория роста чистого государственного долга в ВВП отдельных стран (базовый сценарий) *

(%)

Страны и регионы	Годы					
	2010	2015	2020	2025	2030	2035
США.....	65	86	99	120	153	213
Страны зоны евро.....	67	73	76	85	102	133
Япония.....	121	153	183	225	286	386
Развитые страны.....	67	81	90	106	132	178
Страны с формирующимися рынками.....	27	26	24	25	30	40
Мир в целом.....	54	59	61	67	78	98

* Составлено автором по [7].

Несмотря на то, что инструменты суверенного долга развитых стран остаются основными резервными активами, долговая экспансия в центрах эмиссии резервной валюты и продолжающееся экспоненциальное наращивание в мире валютных резервов (рис. 1) порождают разные глобальные макрофинансовые эффекты в зависимости от того, на каком уровне находятся величины долговых обязательств и внешних активов центробанков соответствующих участников глобальных монетарных взаимоотношений.

млрд. СДР

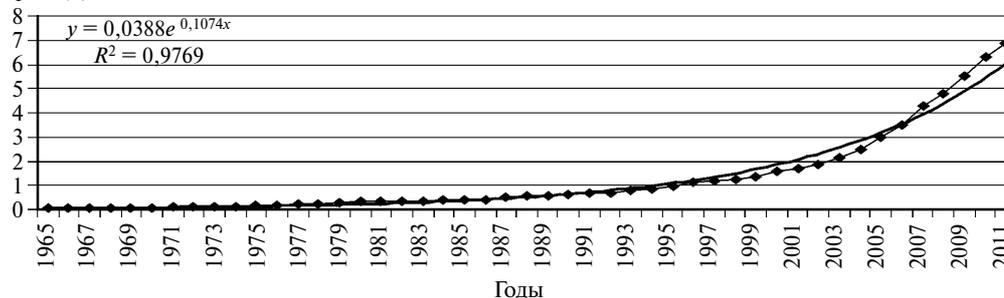


Рис. 1. Динамика глобальных валютных резервов (за исключением золота)

Построено на основе данных IMF Annual Report за соответствующие годы [8]

Наращивание государственного долга не может быть бесконечным (ограничивается платежеспособностью правительства). В свою очередь, спрос на резервы

способен существенно влиять на долговую политику. При этом он только теоретически обуславливается доступностью резервных активов соответствующего качества, доверием к макрополитике центра эмиссии резервной валюты; политика же управления резервами может претерпевать изменения из-за дифференциации мотивов владения и конкуренции между резервными валютами или активами и т. д. Отсюда, чем шире будет доступность резервных активов в результате долговой экспансии, тем сильнее будет становиться сомнение о надежности резервных активов, а чем значительно будут расти резервы, тем острее будет вопрос об их доступности. Таким образом, развиваются существенные структурные сдвиги в формировании соотношения между величиной валютных резервов (за вычетом золота) и объемом долговых бумаг публичного сектора мира в целом, а также в США и странах зоны евро (табл. 2).

Таблица 2

Соотношение между валютными резервами и долговыми бумагами публичного сектора в глобальной экономике *

Соотношение	Годы		
	2001	2007	2011
Глобальные резервы / Глобальный объем долговых бумаг публичного сектора мира в целом.....	0,096	0,23	0,24
Резервы стран с формирующимися рынками / Глобальный объем долговых бумаг публичного сектора мира в целом....	0,058	0,17	0,16
Глобальные резервы / Объем долговых бумаг публичного сектора США.....	0,22	0,98	0,83
Резервы стран с формирующимися рынками / Объем долговых бумаг публичного сектора США.....	0,13	0,74	0,54
Глобальные резервы / Объем долговых бумаг публичного сектора стран зоны евро.....	0,51	0,85	1,2
Резервы стран с формирующимися рынками / Объем долговых бумаг публичного сектора стран зоны евро.....	0,31	0,64	0,78

* Составлено автором на основе данных IMF Global Financial Stability Report за соответствующие годы [8].

Из таблицы 2 видно, что с 2001 по 2007 г. соотношение между глобальными валютными резервами и объемом долговых инструментов публичного сектора мира в целом, а также США и стран зоны евро выросло в несколько раз. То же самое касается и резервов стран с формирующимися рынками как группы в целом. Данная тенденция корреспондирует с резким повышением доли заграничного владения инструментами государственного долга развитых стран [9]. Несмотря на существенное повышение в последнее время долговой нагрузки в развитых странах, соотношение между резервами и запасом суверенных финансовых обязательств стран – эмитентов двух основных резервных валют существенно не изменилось. Если для США оно снизилось, то для стран зоны евро – наоборот, выросло. Указанную посткризисную тенденцию можно было бы считать проявлением расширения предложения инвестируемых резервных активов, сопоставимых с ростом спроса на резервы. Развитые страны и страны с формирующимися рынками реализуют противоположные модели приспособления к посткризисной рецессии * :

* Отличия в ограничениях платежного баланса и фактических режимах валютных курсов делают разными базовые макроэкономические условия в развитых странах и странах с формирующимися рынками. Первые (плавающие курсы и емкий внутренний финансовый рынок) опираются на снижение ставок и количественную экспансию центрального банка в совокупности со значительными дефицитами; вторые – вынуждены выбирать между девальвацией,

макроэкономическая экспансия в первых и избежание повышения валютного курса во вторых должны были бы рассматриваться как совместимые исходя из соображений синхронного смещения спроса и предложения резервных активов вверх. Однако синхронность такого смещения можно допустить только в краткосрочном периоде, что свидетельствует об активизации эффектов переключения на высококачественные активы и поиска “тихих гаваней”, дифференцированных по способу проведения центральным банком — эмитентом резервной валюты политики поддержки рынка активов и финансовых учреждений, когда он перестраховывает портфельных и суверенных инвесторов путем глобализации роли кредитора последней инстанции. Однако в долгосрочном периоде глобальная монетарная стабильность будет все больше сталкиваться с ограничениями в виде ожиданий в отношении платежеспособности ведущих стран, а долговой фактор — становится все более весомым триггером трансформации монетарного устройства мира. Касательно этого можно выделить несколько ключевых моментов.

С учетом того, что посткризисный спрос на валютные резервы указывает на сохранение тенденции предыдущего периода, вопрос их оптимальной аллокации обостряется. В сохранении спроса на резервы все четче проступает сочетание усиленного мотива самострахования (способности резервов выполнять роль буфера ликвидности) с ростом интереса к монетарному меркантилизму, вызванному желанием приспособиться к глобальной ловушке ликвидности и продолжающейся рецессии*. В целом прирост объемов валютных резервов в мире происходит быстрее, чем функция их экспоненциальной аппроксимации (см. рис. 1).

Фискальное смещение “дилеммы Триффина”** становится все очевиднее. Данное явление можно охарактеризовать так. Продолжающаяся тенденция к накоплению чистых внешних активов в странах с формирующимися рынками (и в ряде развитых стран с профицитным платежным балансом) приводит как к повышению равновесного спроса на резервные активы, так и к росту объема аккумулированных требований к их эмитентам. Однако сохранение этой тенденции в дальнейшем будет ставить вопрос о траектории роста государственного долга развитых стран, поскольку они уже находятся в состоянии долговой уязвимости. Отсюда, повышение равновесного спроса на резервные активы становится несовместимым с суверенной платежеспособностью стран — эмитентов резервной валюты. Актуализация сразу после кризиса “эффекта тихой гавани” отразила быстрое переключение на высококачественные и надежные активы. Но со временем, в силу изменения ожиданий, он уже не может компенсировать нехватку фискальной стабильности и четких сведений о восстановлении глобальной конкурентоспособности. Достижение

сохранением резервов и поддержкой ставок на уровне, который бы не провоцировал существенное бегство капиталов. Монетарная экспансия в развитых государствах приводит к тому, что в странах с формирующимися рынками наблюдается почти зеркальное увеличение резервов. Это происходит вследствие того, что у первых капитал уходит в поисках доходности, а во вторые — приходит именно с этой целью. При стремлении избежать ревальвации рост резервов автоматически перераспределяет глобальную ликвидность, тем самым снижая эффективность монетарного стимулирования выхода из посткризисной рецессии.

* Новые исследования этих вопросов подтверждают, что в посткризисный период не стоит ждать снижения спроса на резервы [10]. На основе сделанных выводов можно утверждать, что макроэкономическая нестабильность будет, скорее, усиливать неопределенность по поводу будущего резервных валют, чем изменять спрос на резервные активы.

** Аутентичная “дилемма Триффина” — это ситуация, когда накопление внешних обязательств США, обусловленное растущими потребностями в средствах международной ликвидности, подорвало способность поддерживать конвертируемость доллара в золото с учетом стационарных запасов последнего [11].

государственным долгом предельно высоких значений во всех развитых странах не может рассматриваться как расширение зоны допустимой аллокации внешних активов. Наоборот, сохранение внешнего спроса на инструменты с фиксированным доходом не позволяет курсу резервных валют снизиться по отношению к курсам валют остальной части мира. Это усложняет восстановление как их конкурентоспособности, так и ключевых экономик, на что последние реагируют бюджетными дефицитами и монетарным смягчением. Таким образом, отсутствие достаточной курсовой гибкости в мире в определенной степени ухудшает будущую долговую траекторию стран – эмитентов резервных активов. Программы же поддержки рынка суверенных активов (ФРС осуществляет их с 2008 г., ЕЦБ – с 2012 г.) увеличивают краткосрочную ликвидность в соответствующих валютах и тем самым провоцируют конфликт между сохранением рыночной стоимости активов и их реальной альтернативной стоимостью из-за перенесения инфляции на другие сегменты рынка.

Это дает возможность переформулировать традиционную “дилемму Триффина” и выразить ее следующим образом. Глобальная экономика еще долгое время будет функционировать в состоянии сохранения значительного спроса на валютные резервы, призванные обеспечить международную ликвидность страны, ее резистентность к шокам условий торговли и движению капиталов. Поскольку внешние активы центробанков деноминируются в суверенные долговые обязательства стран, валюты которых являются резервными, удовлетворение такого спроса должно опираться на параллельный рост эмиссии государственного долга, что, в свою очередь, будет подрывать фискальную способность эмитентов резервных активов. Благодаря этому будет возникать вопрос о соизмеримости потребностей в надежных активах и способности правительств, центробанков и рынков поддерживать их стоимость. Значительная долговая нагрузка и недостаточная курсовая гибкость, скорее всего, будут обуславливать увеличение разрыва в темпах роста между резервными центрами и остальным миром, вследствие чего экспансионистская фискальная политика в них будет ухудшать долгосрочное соотношение доли долга страны – эмитента резервной валюты в глобальном долге и доли ее ВВП в глобальном ВВП.

С учетом того, что снижение доли ВВП страны – эмитента резервной валюты в глобальном производстве ослабляет эффект сети и активизирует поиск представительства в резервных активах развивающихся стран, ослабление спроса на резервную валюту может ухудшить способность рефинансировать накопленные долги ее эмитента (что эквивалентно повышению ставок, снижению стоимости долга, росту бремени расходов на его обслуживание и обострению проблемы бюджетного баланса) и усилить интерес к выходу из нее. Следовательно, в условиях достижения долговым бременем стран – эмитентов резервных валют маргинальных значений недостаточная курсовая гибкость, усиление глобальной финансовой конкуренции и перераспределение глобального ВВП в пользу новых лидеров могут превратиться в естественную тенденцию к трансформации монетарного устройства мира. Снижение рыночной стоимости внешних активов центробанков, владеющих их значительными объемами, будет подчеркивать ключевую роль фискального фактора жизненного цикла резервной валюты. Формально данная закономерность изображена на рис. 2.

Из рисунка 2 следуют такие закономерности. Наличие внешнего спроса на долговые обязательства страны – эмитента резервной валюты приводит к тому, что определенный период времени ее доля в глобальном долге может превышать аналогичную долю ВВП с определенными положительными последствиями для рыночной стоимости ее долга. Внешний спрос снижает процентные ставки, тем

самым толкая вверх реальную стоимость долговых обязательств. Линия рыночной стоимости долга может изменять свою траекторию. Чем круче она будет, тем в большей степени это будет указывать на масштабы спроса на резервные активы, и наоборот. По мере увеличения разрыва между долей долга в глобальном долге и долей ВВП в глобальном выпуске положительные значения внешнего спроса могут сохраняться, но его влияние на рост рыночной стоимости долга страны – эмитента резервной валюты будет уменьшаться. Такая закономерность объясняется усилением несоответствия между долговым бременем центра эмиссии резервной валюты и его вкладом в глобальный ВВП, что будет подталкивать к диверсификации резервных валют и поиску альтернативных резервных активов. Разрыв в темпах роста резервного центра и остальным миром (знаменатель показателя по оси OX) налагает нелинейные ограничения на фискальную экспансию первого. Сначала относительный рост долговой нагрузки в стране – эмитенте резервной валюты воспринимается положительно, поскольку расширяется зона доступных резервных активов, необходимых для аллокации резервов, на которые имеется растущий спрос. Но как только фискальная экспансия (числитель показателя по оси OX) начинает реализовываться в условиях существенного разрыва между темпами роста резервного центра и остальным миром (знаменатель показателя по оси OX), приводя к быстрому абсолютному и относительному аккумулярованию государственного долга, неуверенность в фискальной устойчивости страны – эмитента резервных активов ухудшает качество последних, а их рыночная стоимость снижается. Затем уменьшается и спрос на резервную валюту, что обуславливает падение доли ВВП страны – эмитента резервной валюты в глобальном производстве, сужает спрос на резервные активы, рыночная стоимость которых начинает падать быстрее.

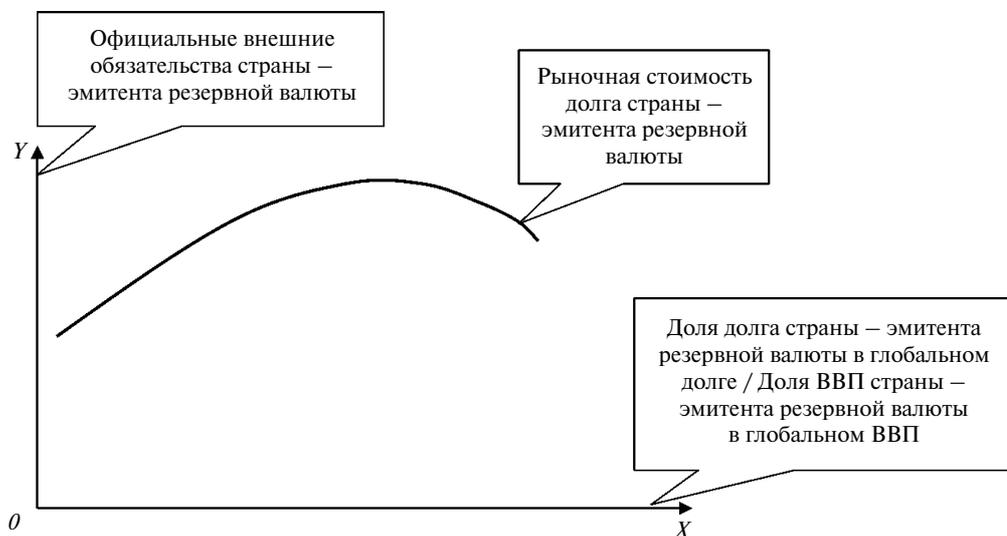


Рис. 2. Динамика рыночной стоимости долга страны – эмитента резервной валюты

Исходя из схемы, изображенной на рисунке 2, можно говорить о наличии нескольких ключевых проблем, связанных с макрофинансовой стабильностью резервного центра. Так, внешний спрос на резервные активы повышает их рыночную стоимость даже вопреки тому, что разрыв между вкладами их эмитента, соответственно, в финансовое и рыночное измерения глобальной экономики может значительно увеличиваться. Более низкие процентные ставки по долгам

инструментам резервного центра способны приводить к одновременному росту государственного долга и внешнего владения им. Макроэкономическая политика может стать более жесткой и провоцировать моральный риск. Но, по мере расширения внешнего владения резервными активами, растет вероятность того, что их стоимость будет определяться не центробанками, эмитирующими резервную валюту, а центробанками, владеющими ею в значительных масштабах. Отсюда, как только фискальная ситуация в стране – эмитенте резервной валюты начнет ухудшаться с одновременным падением ее доли в глобальном ВВП, интерес к диверсификации валютных резервов усилится. Он может реализоваться через рост доли других резервных валют или через размещение резервов в новых валютах, что в совокупности приведет к уменьшению спроса на резервные активы, долговые качества которых снизятся. Их кумулятивная рыночная стоимость уменьшится по сравнению с предыдущим периодом (нисходящая часть линии рыночной стоимости долга на рис. 2). Отсюда, диверсификация внешних активов центробанков обусловит появление Лафферовских эффектов в динамике рыночной стоимости долга страны – эмитента резервных активов (рост рыночной стоимости долга при условии значительного спроса на резервные активы, за которым следует противоположная тенденция, которая визуально будет напоминать долговую кривую Лаффера). Такое падение может отрицательно сказаться на всей глобальной экономике через эффект благосостояния. При этом в случае высоких значений долговой нагрузки снижение внешнего спроса будет только усиливать неуверенность в долговой стабильности и ухудшать ожидания глобальных монетарных последствий кредитования центробанком – эмитентом резервной валюты как последней инстанции по отношению к правительству. Соответственно, макрофинансовая стабильность страны – эмитента резервной валюты намного жестче привязана к ее текущему и будущему фискальному состоянию по сравнению с тем, когда ключевым резервным активом было золото.

Сегментация мотивов управления ресурсами вследствие значительных объемов владения ими привносит дополнительную нестабильность в сферу фискальной политики. С одной стороны, это является продолжением ситуации с усиливающимся значением зарубежного владения инструментами суверенных заимствований развитых стран, а с другой, изменения в мотивах управления резервами не могут быть нейтральными по отношению к конъюнктуре на долговых рынках отдельных стран. Усиление дифференциации уровня риска (рост дисперсии спредов), даже в пределах класса долговых инструментов развитых стран, расширяет потенциальные варианты размещения резервов в зависимости от мотивов управления ими. Поскольку высокие инвестиционные качество и ликвидность не являются исключительными критериями в условиях фрагментации мотивов управления резервами, отдельные центробанки, так же как и портфельные инвесторы, могут изменять выбор в рамках ограничения “риск – доходность”. Соотношение между риском и доходностью во многом зависит от сочетания субъективной оценки уровня долгового бремени и глобального фона процентных ставок. Уровень государственного долга, который отождествляется с источником макрофинансовой нестабильности, может варьировать. Это отвечает случаям несовпадения величины накопленного страной долга со спредами по ее долговым обязательствам. Уровень глобальных процентных ставок также может варьировать, но при этом он остается экзогенным по отношению к большинству стран. Схематически данная зависимость приведена в таблице 3.

Таблица 3

Долговая нестабильность в разрезе мотивов управления резервами и вариантов среды фискальной политики

Уровень долгового бремени	Глобальные процентные ставки	
	низкие	высокие
Низкий	Благоприятная среда для фискальной стабильности. Долговые инструменты рассматриваются как надежные и ликвидные. Спрос на них привязан к мотиву поддержки ликвидности и сохранения стоимости резервов. В случае, когда это не является основным мотивом, а в предыдущем периоде наблюдалось значительное присутствие центробанков-нерезидентов, страна может столкнуться с краткосрочными трудностями в сфере рефинансирования даже при стабильной долговой ситуации	Среда фискальной политики ограничивает возможности для эффективных долгосрочных заимствований. Долговые инструменты рассматриваются как способные содержать элемент спекулятивной доходности. Спрос на них привязан к мотиву компенсации потерь от владения низкодоходными активами. Если такой мотив доминирует, то страна может столкнуться с риском относительно легкого увеличения государственного долга. Если же доминирует мотив преимущества ликвидности и надежности, риск быстрого накопления страной долга и ухудшения будущей долговой устойчивости может переоцениваться
Высокий	Среда фискальной политики ограничено благоприятная. Долговые инструменты рассматриваются как ликвидные, но их надежность воспринимается с поправкой на будущую траекторию государственного долга. Мотив ликвидности будет определять спрос на них. Мотив сохранения стоимости резервов также может быть актуальным, но с корректировкой на будущую платежеспособность. Если же мотив сохранения стоимости опирается на высокий уровень невосприятности риска, центробанк будет ставить под сомнение целесообразность значительного владения такими активами	Жесткая среда фискальной политики. Долговые инструменты рассматриваются как рискованные. Они будут игнорироваться мотивом ликвидности и поддержки стоимости. Но в отдельных случаях попытки компенсировать потери капитала от владения низкодоходными активами могут поощрять повышение склонности к риску в управлении резервами. Реализация такого мотива будет оказывать стабилизирующий эффект на долговых рынках страны, но вряд ли сформирует долгосрочные положительные стимулы для поддержки ею фискальной дисциплины

Рассмотренные варианты свидетельствуют, что в условиях сегментации мотивов управление резервами долговая политика стран, эмитирующих атктивы, на которые распространяется спрос монетарных органов других стран, может оказаться в нестабильной среде. Это будет выражаться в следующем.

1. Изменения в мотивах могут вытекать из рыночной конъюнктуры и быть циклическими. Если мотивы изменяются эндогенно, то в одних случаях они могут иметь стабилизирующий эффект, а в других — дестабилизирующий, что все равно ослабляет связь между качеством долговых инструментов и рыночными стимулами поддержки фискальной дисциплины.

2. Ослабление рыночной дисциплины в одних случаях и нехватка спроса на высококачественные инструменты — в других делают долговую политику относи-

тельно успешной, что будет создавать некорректные сигналы для фискальной политики. Долговая стабильность будет уязвимой к степени принятия морального риска игроками рынка суверенных обязательств, что может подорвать основы здоровой конкуренции между резервными валютами.

3. В условиях асимметричной конкуренции между резервными валютами возрастает значение когерентности между позиционированием центробанка – эмитента резервной валюты и качествами таких валютных активов. Например, если качества долговых инструментов отдельной страны имплицитно формируют гарантии своего центробанка как кредитора последней инстанции, то они могут восприниматься как содержащие элемент валютного риска, связанного с монетарной экспансией. Спрос на них будет поддерживаться в значительных объемах тогда, когда валютный курс такой резервной валюты не гибок по отношению к валютному курсу страны, поддерживающей значительное внешнее владение такими активами. Если качества долговых инструментов другой страны обуславливают гарантии более консервативного монетарного курса центробанка – эмитента валюты, в которой такие инструменты деноминированы, то они могут допускать более высокий уровень риска платежеспособности. Спрос на такие инструменты может поддерживаться как альтернатива более традиционным инструментам. Таким образом, совпадение мотивов выбора резервной валюты и качеств резервных активов является важным условием для стабильности глобальных монетарных взаимоотношений в долгосрочном периоде, который будет задаваться рынком резервных валют и рыночным поведением его участников.

Однако в краткосрочном периоде ситуация может быть другой. Активы с имплицитными гарантиями кредитора последней инстанции могут оцениваться выше и тем самым подталкивать валютный курс в противоположном направлении по отношению к динамике денежного предложения соответствующего центробанка. Если все центробанки – эмитенты резервных валют сразу займут позицию кредитора последней инстанции по отношению к активам, деноминированным в их валютах, то мир столкнется со скачком глобального денежного предложения, которое не будет корректироваться изменениями валютного курса между резервными валютами. Рыночные корректировки будут отодвигаться во времени, однако происходить в более крупных масштабах. При таких условиях, чем значительнее долговая политика стран – эмитентов резервной валюты будет корректироваться в сторону поддержки долгосрочной платежеспособности, тем слабее обвал глобального денежного нависания ударит по способности рефинансирования текущих обязательств, и наоборот. Несмотря на то, что стимулы к фискальной консолидации в развитых странах связывают с потребностями рационализации основ фискальной политики, растет количество исследований, что указывает на затребованность мер экономии исходя из макрофинансовых соображений и нужд поддержки монетарной стабильности в мире [12].

Изменения в структуре глобальной ликвидности также влияют на характер связи между фискальной устойчивостью в центрах резервной валюты и глобальной макрофинансовой стабильностью. Несмотря на огромные объемы накопленных валютных резервов, основой глобальной ликвидности является не столько официальная ликвидность (валютные резервы и кредитные механизмы международных финансовых организаций), сколько частная ликвидность, которая выражается величиной валовых обязательств глобального финансового сектора [13]. По мере трансформации в глобальном банковском бизнесе системы управления пассивами поведение внешних обязательств ведущих финансовых учреждений намного луч-

ше отображает направления изменений в глобальном кредитном и финансовом цикле. Глобальное денежное предложение, трансграничные потоки капитала, колебания стоимости активов становятся производными от рыночных условий, задающих среду осуществления глобальных банковских заимствований [14]. Рост значений валовых внешних позиций глобальных банков изменяет их зависимость от состояния ликвидности активов и рынка в отдельной резервной валюте [15]. Благодаря этому финансовая стабильность в мире обуславливается тем, насколько глобальные банки с весомыми внешними позициями могут рассчитывать на роль кредитора последней инстанции и финансовую поддержку со стороны правительства в случае, когда часть их активов в определенной валюте окажется под риском резкой потери качества. Поскольку резервные валюты в большинстве своем и являются ключевыми валютами, в которых деноминирована львиная доля глобальных банковских внешних активов и обязательств, именно от степени соотношения масштабов мероприятий по поддержке ликвидности и платежеспособности таких банков центрами эмиссии резервных валют и масштабов их внешних позиций, оказавшихся в зоне риска, будет зависеть глобальная макрофинансовая стабильность в мире.

С учетом того, что банковские кризисы сопровождаются резким повышением уровня долгового бремени [16], способность страны — эмитента резервной валюты увеличивать с целью поддержки финансового сектора государственный долг без риска для суверенной платежеспособности (достаточного финансового пространства) превращается в определяющее условие ликвидности не просто резервных активов, но и финансовой системы в целом. Благодаря этому факту долговая стабильность таких стран становится основой доверия и к самой валюте безотносительно того, используется она в официальных операциях (центральными банками) или в частных (финансовым сектором). Движение обменного курса между такими валютами в краткосрочном периоде будет определяться не только тем, у какого из центробанков — эмитентов резервной валюты значительнее потенциал для выполнения роли кредитора последней инстанции в глобальных масштабах, но и тем, у какого правительства большее фискальное пространство для резкого повышения в случае необходимости объемов чистых заимствований для поддержки финансового сектора. Недавние кризисы в банковских системах Исландии, Ирландии, Великобритании указывают на то, что невозможность правительства обеспечить глобальным банкам-резидентам финансовую поддержку вытекает именно из разрыва между величиной их внешних позиций и объемами возможного роста государственного долга в краткосрочном периоде. С учетом того, что большинство развитых стран имеют объемы государственного долга на уровне 100% ВВП, можно сделать вывод, что фискальный фактор обеспечения надежности резервной валюты у них существенно ослаблен. Усиление тенденции к поиску альтернативных резервных активов будет детерминироваться не только разрывом между долей долга и долей ВВП в соответствующих глобальных величинах, что будет угрожать значительными потерями капитала от уменьшения их рыночной стоимости (см. рис. 2), но и уязвимостью фискальных позиций резервных центров. При таком долговом бремени поддержка финансового сектора или любые другие фискальные акции по стимулированию экономики потребуют мощных монетарных инъекций, не совместимых с доверием к резервной валюте в долгосрочном периоде.

В мире, где резервными активами являются собственно активы, а не золото, поддержка ликвидности не сталкивается с физическими ограничениями запаса металла. Если при международных монетарных устройствах, основанных на привязке к металлу, фискальная политика обуславливалась исключительно тем, на-

сколько центральный банк может выполнять монетарные обязательства по конвертируемости валюты в золото, что делало ее более гибкой при более высоких объемах золотых запасов, то в современных условиях модель резервных активов претерпевает значительные изменения, а именно: а) существующие резервные валюты или активы находятся между собой в конкурентных отношениях. Позиционирование центробанка-эмитента (как учреждения, монетарная стратегия которого рассматривается с позиции последствий для доходности и рыночной стоимости резервных активов) и глубина финансовой системы, обеспечивающей ликвидность рынка, превращаются в конкурентные преимущества той или иной резервной валюты или активов, мотивы размещения средств в которых сегментированы; б) концентрация валютных резервов и объем их аккумуляции перестают быть нейтральными по отношению к мотивам управления ими, а это означает наличие рисков колебания финансового рынка вследствие реаллокации внешних активов центробанков. Отсюда, чем глубже рынок, тем он стабильнее, тогда как более узкие рынки могут восприниматься как нишевые с соответствующей спецификой уязвимости; в) фискальное пространство приобретает решающее значение в обеспечении надежности резервных активов путем создания достаточной емкости рынка; поддержка их стоимости на уровне, сопоставимом с долгосрочными ожиданиями суверенной платежеспособности; наличие возможностей увеличить чистые заимствования для экстренной поддержки финансового сектора и компенсации спроса в экономике, рецессия в которой обуславливается финансовым стрессом.

Движение к многополярной модели глобальных монетарных взаимоотношений будет допускать, что развитые страны уже не смогут позволить себе слабые фискальные позиции, иначе им не удастся сохранить статус-кво в сфере резервных активов. Продвижение национальных валют отдельных стран – новых лидеров для замещения традиционных доллара и евро опирается на идею относительно сбалансированных фискальных позиций и невысокого бремени государственного долга. Постепенная либерализация счетов движения капиталов в таких странах позволит создать рынок активов, доступных для аллокации зарубежных остатков денежных средств в валютах, накопленных в рамках экспортно-импортных операций. Однако вопрос ликвидности рынка и способности гарантировать его функционирование без конфликта между макрофинансовыми и широкими экономическими целями остается открытым. Спрос на активы стран, продвигающих идею превращения своих валют в резервные, рано или поздно начнет подрывать курсовое соотношение, при котором формируется их долгосрочное преимущество – профицит текущего счета. Относительная фискальная сбалансированность также во многом опирается на то, что такие страны смогли накопить значительные внешние резервы, то есть реагировали на глобальный спрос увеличением выпуска и избегали укрепления валютного курса. Для экспортеров энергоресурсов фискальный баланс также обуславливается поведением цен на энергоносители, чувствительных к изменениям в глобальном денежном предложении. Отсюда, глобальная экономика сталкивается с дилеммой. С одной стороны, расширение конкуренции между резервными валютами или активами способствует повышению глобальной макрофинансовой стабильности и усиливает симметричность потерь и выгод приспособления к новым равновесным условиям, что позволяет избежать напряжения в сфере глобальных монетарных взаимоотношений. С другой стороны, движение к многополярной модели резервных валют или активов будет ослаблять предпосылки для сохранения адекватности между гегемонистскими проектами альтернативных резерв-

ных валют и экономической моделью, на основе которой такие проекты стали возможны. Повышение уязвимости к шокам рынка активов, а также готовность фискально и монетарно поддерживать финансовый сектор, открытый к перетокам капиталов, становятся чувствительны к запасу валютных резервов, накопление которых будет несовместимо с резервным статусом валюты. Отсюда, сценарий развития глобальных монетарных взаимоотношений будет определяться тем, как развитые государства (США, страны зоны евро) будут реализовывать политику фискальной консолидации в совокупности со структурными реформами, связанными с необходимостью активизации некейнсианских эффектов бюджетной экономии, и как новые лидеры (Китай, Бразилия и в региональном масштабе – Россия) будут проводить структурные реформы, направленные на повышение стабильности финансовых систем и их адаптации к гибким валютным курсам и шокам движения капиталов и рынка активов (в том числе с внедрением фискальных буферов ликвидности, которые могли бы выполнять контрциклическую миссию).

Характер шоков, с которыми сталкивается отечественная экономика, предполагает, что основным критерием выбора структуры резервов должна быть их ликвидность. Это особенно актуально в свете того, что существующая практика управления резервами тесно привязана к операциям правительства в сфере внешнего долга. В свою очередь, кризис 2008–2009 гг. показал, что необходимость поддержки финансового сектора ограничивается способностью правительства осуществлять внешние заимствования, стоимость которых для таких стран, как Украина, обуславливается величиной накопленных резервов. Это означает, что отечественная экономика намного более уязвима к колебаниям глобальной ликвидности, чем это представляется, поскольку способность накапливать резервы и минимизировать стоимость обслуживания внешнего долга симметрично проциклична. С учетом роста рисков неопределенности будущей модели глобальных монетарных взаимоотношений и долговой уязвимости развитых стран, макроэкономическая политика Украины должна ориентироваться на ослабление связи между стоимостью заимствований и объемом резервов, а также на снижение роли последних в процессе приспособления к шокам, что можно достичь при сочетании политик ценовой стабильности, курсовой гибкости и фискальной дисциплины.

Выводы

Усиление глобальной финансовой конкуренции и посткризисная обремененность развитых стран государственным долгом повышают значение фискальной устойчивости как фактора жизнеспособности резервных валют. В глобальной экономике наблюдается ряд структурных изменений, требующих переосмысления роли фискальной политики в обеспечении глобальной монетарной стабильности. Усиление фискального измерения “дилеммы Триффина” свидетельствует, что рост глобального спроса на валютные резервы ставит вопрос о доступности причитающихся резервных активов. Однако рост государственного долга страны – эмитента резервной валюты повышает риск сохранения стоимости активов в ней. Сегментация мотивов управления резервами в условиях роста доли зарубежного владения инструментами государственного долга может повышать нестабильность в сфере его рефинансирования. В мировой системе частной ликвидности, основанной на внешних позициях банков, для страны – эмитента резервной валюты нужно достаточное фискальное пространство для осуществления заимствований с целью экстренной поддержки финансового сектора. Тенденция к многополюсной модели резерв-

ных валют или активов будет калиброваться тем, насколько успешно развитые страны – эмитенты резервных валют осуществят фискальную консолидацию и сопутствующие структурные реформы, а страны – новые лидеры, продвигающие идею гегемонии собственных валют, – реформы, направленные на повышение стабильности и адаптивности национальных финансовых систем. Приспособление такой страны, как Украина, к глобальной нестабильности в сфере резервных валют или активов должно идти путем расширения курсовой гибкости и повышения резистентности отечественного реального и финансового секторов к курсовым колебаниям между ведущими валютами мира.

Список использованной литературы

1. *Eichengreen B.* Hegemonic Stability Theories of International Monetary System // NBER Working Paper. – 1987. – № 2193. – P. 1–24.
2. 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.
3. Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1–21.
4. *Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh.* Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective // EC Economic Papers. – 2011. – № 444. – P. 1–75.
5. *Fratzscher M., Mehl A., Vansteenkiste I.* 130 Years of Fiscal Vulnerabilities and Currency Crashes in Advanced Economies // Paper Presented at IMF-EUI “Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability” Conference. – Florence. – 6–7 June. – 2011. – P. 1–52.
6. *Obstfeld M.* International Liquidity: The Fiscal Dimension // Monetary and Economic Studies. – 2011. – Nov. – P. 33–48.
7. *Gagnon J., Hinterschweiger M.* The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. – Wash. : Peterson Institute for International Economics (D.C.), 2011. – P. 1–61.
8. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.imf.org.
9. *Rother Ph., Schuknecht L., Starl J.* The Benefits of Fiscal Consolidation in Uncharted Waters // ECB Working Paper. – 2010. – № 121. – P. 1–34.
10. *Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch.* Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets since the 1980 // IMF Working Paper. – 2012. – WP/12/34. – P. 1–39.
11. *Triffin R.* Gold and Dollar Crisis. – New Haven, Conn. : Yale University Press, 1961. – 246 p.
12. Euro, Dollar, Yuan Uncertainties. Scenarios on the Future of the International Monetary System // World Economic Forum World Scenario Series. – 2012. – June. – P. 1–36.
13. Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications // Committee on the Global Financial Stability System Papers. – 2011. – № 45. – P. 1–39.
14. *Shin H.S., Shin K.* Procyclicality and Monetary Aggregates // NBER Working paper. – 2011. – № 16836. – P. 1–27.
15. *Acharya V., Schnabl Ph.* Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-09 // IMF Economic Review. – 2010. – P. 1–37.
16. *Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C.* How Effective is Fiscal Policy Response in Systematic Banking Crisis // IMF Working Paper. – 2009. – WP/09/160. – P. 1–39.

References

1. Eichengreen B. Hegemonic stability theories of international monetary system. *NBER Working Paper*, 1987, No. 2193, pp. 1–24.
2. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of International Monetary and Financial System. New York, UNO, 2009.
3. Financial deepening and international monetary stability. *IMF Staff Discussion Note*, 2011, SDN/11/16, pp. 1–21.

4. Angeloni I., Benassy-Quere A., Carton B., Darvaz Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallee Sh. Global currencies for tomorrow: A European perspective. *EC Economic Papers*, 2011, No. 444, pp. 1–75.
5. Fratzscher M., Mehl A., Vansteenkiste I. 130 Years of fiscal vulnerabilities and currency crashes in advanced economies, Proceed. of the IMF-EUI “Fiscal Policy, Stabilization and Sustainability” Conference, Florence, June 6–7, 2011, pp. 1–52.
6. Obstfeld M. International liquidity: The fiscal dimension. *Monet. and Econ. Studies*, 2011, Nov., pp. 33–48.
7. Gagnon J., Hinterschweiger M. The Global Outlook for Government Debt over Next 25 Years: Implications for the Economy and Public Policy. Washington, Peterson Inst. for Int. Econ., 2011.
8. Available at : www.imf.org.
9. Rother Ph., Schuknecht L., Starl J. The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters. *ECB Working Paper*, 2010, No. 121, pp. 1–34.
10. Ghosh A., Ostry J., Tsangarides Ch. Shifting motives: explaining the buildup in official reserves in emerging markets since the 1980. *IMF Working Paper*, 2012, WP/12/34, pp. 1–39.
11. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. New Haven, Yale Univ. Press, 1961.
12. Euro, dollar, yuan uncertainties. Scenarios on the future of the international monetary system. *World Economic Forum World Scenario Series*, 2012, June, pp. 1–36.
13. Global liquidity – concept, measurement and policy implications. *Committee on the Global Financial Stability System Papers*, 2011, No. 45, pp. 1–39.
14. Shin H.S., Shin K. Procyclicality and monetary aggregates. *NBER Working Paper*, 2011, No. 16836, pp. 1–27.
15. Acharya V., Schnabl Ph. Do global banks spread global imbalances? Asset-backed commercial paper during the financial crisis of 2007-09. *IMF Economic Review*, 2010, pp. 1–37.
16. Baldacci E., Gupta R., Mulas-Granados C. How effective is fiscal policy response in systematic banking crisis. *IMF Working Paper*, 2009, WP/09/160, pp. 1–39.

Статья поступила в редакцию 8 января 2013 г.
