

## Место и роль евро в процессе реорганизации мировой валютной системы

© 2011 А.М. Волков

Финансовый университет при Правительстве РФ, г. Москва

E-mail: nauka@volkov.org

В статье рассматриваются место и роль еврозоны и единой европейской валюты в международной валютной системе (МВС) сегодня. Автор анализирует проблемы МВС и предлагает различные сценарии ее эволюции, оценивая их вероятность. Представлен детальный анализ трех основных валют в будущей МВС - доллара США, евро и китайского юаня. Автором разработан ряд предложений для выполнения евро роли полноценной международной резервной валюты наравне с долларом США.

*Ключевые слова:* международная валютная система (МВС), Европейский союз, евро, долговой кризис, мировой финансово-экономический кризис, юань, Европейский центральный банк (ЕЦБ), группа двадцати.

Финансовый кризис придал особую актуальность вопросу о реформировании международной валютной системы (МВС). По мнению ряда экспертов<sup>1</sup>, именно действующая Ямайская "система"<sup>2</sup> способствовала или, как отмечается менее радикальными критиками, не смогла предотвратить возникновения экономических и финансовых дисбалансов, ставших основой кризиса<sup>3</sup>. Для оценки перспектив роли евро в МВС необходимо, во-первых, определить нынешнее состояние действующей системы и, во-вторых, рассмотреть возможные варианты ее эволюции с учетом возможного развития роли евро. В 90-е гг. XX в. сложилась парадоксальная ситуация в глобальной экономике - США и Китай наращивали несбалансированные внешние позиции и демонстрировали общее желание отложить или даже избежать их выравнивания<sup>4</sup>. При этом отсутствовало какое-либо "сопротивление" со стороны других стран. В кризисных условиях вопрос о реформировании МВС оказался в центре внимания из-за следующих факторов:

1) была выявлена зависимость между спросом и предложением на высокорисковые активы - глобальная экспансия ликвидности способствует принятию глобальных рисков со стороны инвесторов<sup>5</sup>. Таким образом, лидирующая роль доллара США в сочетании с политикой монетарной экспансии ФРС явились одной из причин избытка предложения ликвидности в докризисные годы<sup>6</sup>;

2) обесценение доллара и стремление к общей диверсификации портфелей частных и суверенных инвесторов создали необходимые предпосылки для появления мультиполярной МВС;

3) очевидно, что даже после преодоления кризиса не будет глобального равновесия и, следовательно, валютная политика многих стран

стала либо более осторожной и долгосрочной, либо чрезмерно агрессивной.

Нынешние дискуссии на всех уровнях не гарантируют формирования единой точки зрения о направлениях развития МВС в обозримом будущем. Несмотря на длительные обсуждения в научных кругах в 60-е и 70-е гг. XX в. вопроса о слабости валют, привязанных к доллару США, так и не была создана независимая от него система. При этом показательно, что ранее всего за три недели с 1 по 22 июня 1944 г. узким кругом экспертов была сформирована Бреттон-Вудская валютная система. Сегодня вопрос о реформировании МВС стал впервые глобальным, в него вовлечены все - от стран G20 до экономистов - нобелевских лауреатов.

Рассмотрение эволюции роли евро в МВС в нынешних условиях, когда многими прогнозируется распад еврозоны, может показаться мало-перспективным, но мы хотели бы провести глобальный фундаментальный анализ происходящих процессов, учитывая при этом существующие проблемы ЭВС. Ямайская валютная система утратила актуальность и не соответствует сегодняшнему состоянию глобальной экономики, которое значительно изменилось за последние 20 лет:

1) принцип поддержания внутреннего равновесия как основы глобального равновесия нарушается многими странами, особенно США, находящихся в хроническом бюджетном дефиците;

2) снижается доля США в глобальной экономике, понижаются рейтинги страны, инвесторы постепенно уменьшают доли долларовых активов, предпочитая диверсификацию вложений;

3) развивающиеся страны превратились в полноценных участников МВС, а некоторые, как

Китай, проводящий гибкую валютную политику и продвигающий юань в Юго-Восточной Азии, претендуют на одну из центральных ролей;

4) развивающиеся страны показали, что свободное движение капиталов не является гарантией экономического роста, а наоборот, часто делает слишком уязвимой национальную экономику;

5) сложилась парадоксальная ситуация - наиболее развитые страны стали зависеть от развивающихся, являющихся основными инвесторами в их долговые инструменты.

Существующая МВС сегодня не может обеспечить стабильность как на национальном, так и на глобальном уровне, отмечают представители академических кругов и экономические лидеры, призывая к проведению реформ. Трудно определить, насколько нынешняя МВС способствовала возникновению глобального финансового кризиса. Но в то же время она показала свою определенную устойчивость и невозможность радикальной и быстрой модификации. Фундамент Ямайской МВС в части доминирующей роли экономики США и имевшего место отсутствия каких-либо реальных альтернатив доллару США постепенно размывается, и, как никогда, спустя 30 лет возникают все условия для изменения существующей системы. Для прогнозирования эволюции МВС необходимо рассмотреть в динамике структурные факторы, лежащие в ее основе. По нашему мнению, оптимальным яв-

ляется подход, разработанный институтом экономических исследований Bruegel<sup>7</sup>, который сочетает в себе не только анализ макроэкономических показателей<sup>8</sup>, но и учитывает факторы внешнеэкономической политики.

**Первая группа факторов** включает в себя макроэкономическое положение страны, в частности, ее долю в глобальном ВВП. Существует тесная связь между экономическим лидерством и действующей валютной системой. Ослабление британской империи и неоспоримое лидерство экономики США в послевоенные годы сделали доллар США основой нынешней МВС. Сегодня мы наблюдаем относительно похожую ситуацию - сокращается доля США в глобальном ВВП, в то время как увеличивается доля Китая. В дальнейшей перспективе можно ожидать гегемонию КНР - до 35 % мирового ВВП к 2050 г. против 10 % США и около 6 % еврозоны. Немаловажно отметить, что в следующие 10-20 лет будет определено экономическое равновесие, в течение которого могут быть заложены основы мультиполярной МВС. На графике четко прослеживается тенденция развития структуры мирового ВВП (рис. 1).

**Вторая группа факторов** определяет способность страны быть экономическим лидером в глобальном масштабе. Наличие сильной институциональной системы в сочетании с развитой финансовой сферой и эффективным управлением государственными финансами создают осно-

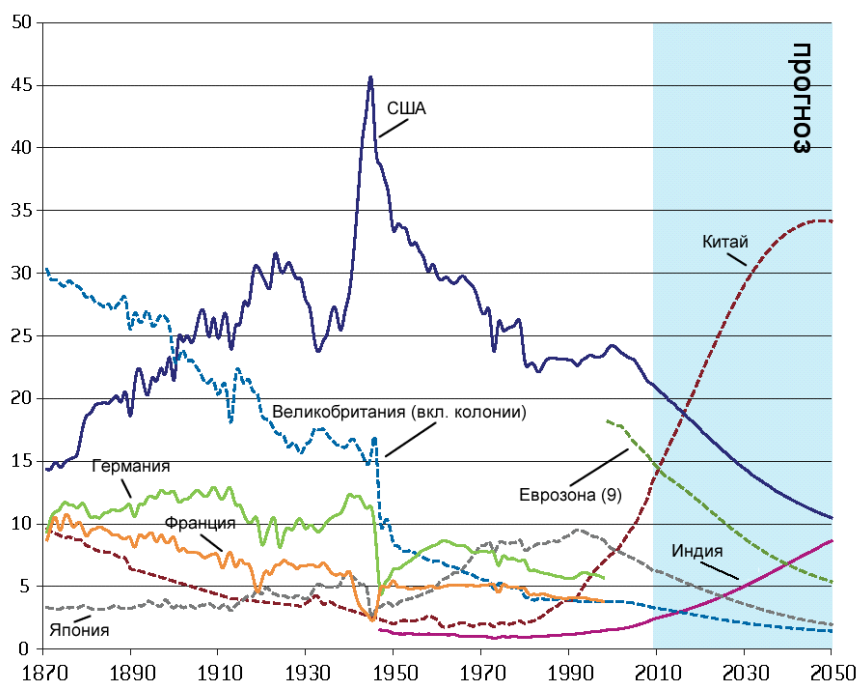


Рис. 1. Доли в глобальном ВВП (в ценах 2005 г.)

Источник. Angeloni, Ignazio, Agnès Bènassy-Quèrè, Benjamin Carton, Zsolt Darvas, Christophe Destais, Jean Pisani-Ferry, André Sapir and Shahin Vallée (2011), Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective, Blueprint 13. Bruegel, 2011.

вы для доверия и, следовательно, лидерства. Проведем сравнение с этой точки зрения трех ведущих валют:

ются, в первую очередь, временной защитой, которая замедляет процессы интеграции в мировую экономику.

	Доллар	Евро	Юань
Доля в мировом ВВП (2010)	27 %	20 %	7,6 %
Тенденция доли	Снижение	Снижение, но возможен рост при расширении еврозоны	Рост
Состояние финансовых рынков	Высочайшая ликвидность в сочетании с наиболее развитой инфраструктурой	Второй рынок после США, фрагментация долгового рынка	Малоразвитые рынки, несовершенная инфраструктура
Свобода движения капитала	Полная	Полная	Ограниченная
Правовая система	Сильная	Сильная	Слабая
Экономическая политика	Высокая долговая нагрузка и неуверенность в устойчивости бюджета, построенного на новых долгах	Сильная позиция ЕЦБ, но существует высокий бюджетный дефицит в отдельных странах	Крепкая фискальная политика, риски от привязки валютного курса
Способности системы выдерживать экстраординарные шоки	Сильная	Сильная только на уровне отдельных институтов (ЕЦБ)	Сильная
Стремление к интернационализации	Абсолютное	Отсутствует	Первые шаги
Геополитическое влияние	Сильное	Сильное, но ограниченное Нет общеевропейской позиции по многим вопросам	Стремительно растущее

Вышеприведенная таблица наглядно демонстрирует причины глобального лидерства доллара США, а также выделяет основную слабую сторону, которая длительное время не считалась таковой, - высокая и растущая долговая нагрузка США в сочетании с бюджетом, основанном на новых заимствованиях. У евро сегодня есть статус международной резервной валюты, и основной проблемой является отсутствие более глубокой институциональной и политической интеграции. Юань имеет сильные фундаментальные основы, но далек до статуса международной резервной валюты.

**Третья группа факторов** - международные валютно-кредитные и финансовые отношения, которые могут последовательно развиваться в рамках процессов глобализации или, теоретически, ухудшаться, исключая развивающиеся страны из глобальной финансовой системы. Как показали последние кризисы, в частности азиатский 1997-1998 гг., развивающиеся страны быстро вводят контроль за движением капитала, нередко при поддержке МВФ. Данные меры явля-

За последние 10 лет в значительной мере изменились потоки движения капитала. Если раньше развивающиеся страны являлись только реципиентами капитала, то теперь многие из них стали инвесторами в долговые инструменты развитых стран и реципиентами частного западного капитала. Несмотря на текущий кризис, по нашему мнению, данная модель движения капитала сохранится в следующие 10-15 лет; вероятно, увеличится доля официальных резервов развивающихся стран, вложенных в развитые страны.

На основании вышеизложенного можно составить три сценария развития МВС на следующие 15-20 лет (рис. 2).

**А) Восстановление и укрепление существующей системы** благодаря всеобъемлющим реформам - усиление органов надзора и регулирования; реформирование режимов валютных курсов в странах, где имеются фиксированные привязки к другим валютам; улучшение международной ликвидности; усиление интеграционных явлений и развитие новых региональных и международных финансовых центров. При выпол-

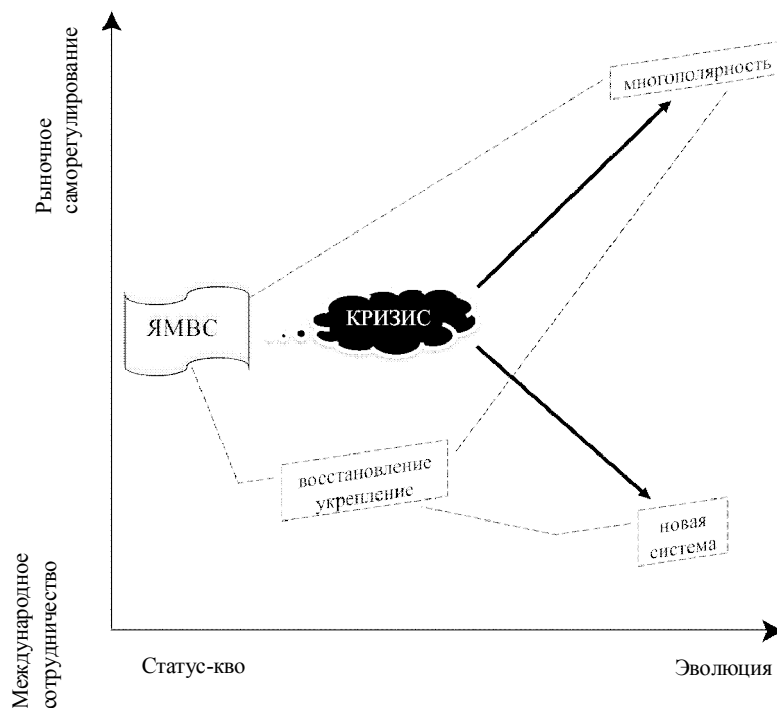


Рис. 2. Сценарии эволюции МВС

нении такого сценария расстановка сил на валютном рынке останется без существенных изменений - доллар США сохранит лидерство, евро останется мировой резервной валютой, медленно возрастет значимость юаня, который не сможет стать реальной альтернативой американской и европейской валютам и будет близок по статусу к фунту стерлингов или японской иене.

Б) **Мультиполярная система** - может быть сформирована рыночными силами постепенно, в течение 10-20 лет, следуя изменениям в глобальной экономике. Плавная трансформация является оптимальным способом перехода на новый уровень теоретически, но ввиду отсутствия исторического опыта трудно прогнозировать, как этот процесс произойдет. Могут возникнуть так называемые "валютные войны", если отдельные страны захотят препятствовать этому процессу. Включение в новую МВС юаня будет признанием новой глобальной роли Китая. В случае положительного решения долговых проблем еврозоны и при углублении интеграции в ЕС, возможно, доля евро в триполярной МВС (сценарий Б-1) увеличится. Однако в обратном случае последует отказ от евро как альтернативы доллару или юаню и, следовательно, может возникнуть двухполярная валютная система (сценарий Б-2).

В) **Новая система** - является наименее вероятным сценарием, по нашему мнению, поскольку

в отличие от сценариев группы Б, может возникнуть только в результате длительного международного сотрудничества на всех уровнях. Однако сегодня отсутствует политическая воля принимать радикальные меры. Хотя вопросы о реформировании МВС регулярно поднимаются на встречах G20, США и ряд западных стран не заинтересованы в создании принципиально новой МВС, ибо это ставит под угрозу их лидирующие позиции. В то время страны БРИКС пропагандируют переход на новый глобальный порядок. Существует множество предложений о введении новых денежных единиц, представляющих собой корзину валют и (или) активов, среди которых часто встречается и евро.

Европейцы после краха Бреттон-Вудской системы предпочитают избегать чрезмерной волатильности валютного курса, к чему стремятся и китайцы. США, наоборот, используют принцип невмешательства. Риск повышения волатильности на валютных рынках при выполнении сценария Б может сделать его менее привлекательным для ЕС, но, с другой стороны, такой вариант может существенно ограничить "заражение" при валютных кризисах, поскольку в его основе дедолларизация и, следовательно, диверсификация. Необходимо отметить, что уже сегодня в ЕС заложен определенный потенциал для сценария В, так как уже существует общая система регулирования и надзора, опыт которой может

быть полезен на глобальном уровне. Переход на кардинально новую систему мог бы минимизировать последствия долгового кризиса, укрепляя доверие к евро. Однако, как было отмечено ранее, данный вариант является наименее вероятным из-за трудностей в международном сотрудничестве.

Между сценариями А и Б наиболее предпочтительными для ЕС являются сценарии группы Б, обеспечивающие меньше возможностей для перекосов валютных курсов, а также больше дисциплины и устойчивости к шокам. Слабой стороной выступает повышенная волатильность валютных курсов, а также осуществление евро роли мировой резервной валюты со всеми вытекающими последствиями при выполнении сценария Б-1. Учтявая, что доступ к активам в юанях некоторое время будет ограничен, можно сказать, что возникнет сверхвысокий спрос на евро, это приведет к значительному повышению валютного курса и негативно повлияет на экономику еврозоны.

Сценарий Б-2 - биполярность - может стать наиболее выгодным для евро, позволяя ему выполнять роль региональной валюты в Восточной Европе, которая в значительной степени интегрирована в ЕС, не обременяя его функциями международной резервной валюты. Данный вариант, по нашему мнению, может иметь место только при дальнейшем обострении долгового кризиса, ибо не является приемлемым с политической точки зрения.

Как отмечалось ранее, переход к мультиполярной системе в значительной степени - неуправляемый саморегулируемый процесс, движимый рыночными силами. Правда, как показал опыт доллара США в начале XX в. и японской иены в начале 1980-х гг., их воздействие не всегда представляется достаточным. Ключом к успеху является экономическая стабильность и наличие развитой финансовой инфраструктуры. А для обеспечения этих условий нужна политическая воля. Евро может приобрести статус, близкий к доллару США, только если будут приняты указанные ниже меры и преодолены все трудности и разногласия в единой Европе. Бездействие или медлительность в принятии реформ приведут к сценарию Б-2.

Доллар не стал международной валютой, благодаря преднамеренной американской политике. В начале XX в. ФРС была создана для стабилизации экономики и развития финансовой сферы. Сегодня Китай создает рынок долговых инструментов, снижает зависимость от внешних рынков и институтов, готовится к переходу на новый валютный режим. Интернационализация юаня мо-

жет помочь в достижении данных целей, но не является необходимой и достаточной для этого. Аналогично первостепенным вопросом для еврозоны сегодня выступает обеспечение стабильного развития следующими мерами:

- 1) необходимо создать все условия для экономического роста и восстановить устойчивость государственных финансов;
- 2) совершенствовать институциональную систему ЕС путем введения общеевропейских представителей ЕС (еврозоны);
- 3) углубить экономическую интеграцию и завершить создание системы макропруденциального надзора и регулирования, чтобы преимущества интеграции не создавали угрозы стабильности системы.

Выполнение вышеописанных мер станет основой для осуществления не только сценария А, но и более амбициозных и трудных вариантов, как Б-1 и В. Важно отметить, что, в отличие от Китая и США, в еврозоне имеет место фрагментация политической власти - отсутствие единой позиции по многим вопросам негативно сказывается на доверии инвесторов. Также специфика валютного союза сказывается и на системе управления самой валютой - теоретический "лидер"<sup>9</sup> еврозоны не сможет принимать решения и распределять ресурсы для их выполнения, как это делают лидеры стран с национальной валютой. Таким образом, необходимы дополнительные меры для выполнения евро роли полноценной международной резервной валюты наравне с долларом США:

- единая четкая позиция еврозоны как самостоятельного участника международных экономических отношений, озвучиваемая ее представителями в международных институтах. Место в Правлении МВФ. Создание европейского Министерства финансов или Казначейства;
- обеспечение предложения резервных активов в евро путем усиления интеграции национальных рынков капитала и созданием новых общеевропейских инструментов. Немецкие государственные облигации не являются полноценной альтернативой казначейским бумагам США, будучи менее ликвидными;
- распознавание и принятие на себя ответственности роли мировой валюты. Нейтральный подход ЕЦБ в первом десятилетии существования евро смог обеспечить международное признание единой валюты, при этом не обременял ЕЦБ ответственностью за это. Финансовый кризис уже испытал ЕЦБ, заставляя проводить двухсторонние операции по предоставлению ликвидности в евро, а в случае развития роли евро такие операции станут ежедневной рутинной.

<sup>1</sup> Например, глава Народного банка Китая Чжоу Сяочуань, бывший министр финансов Италии Джулио Тремонти, профессор Роберт Скидельски, профессор Фред Бергстен.

<sup>2</sup> Критики сегодняшней МВС зачастую называют ее “системой” (в кавычках) или не-системой именно, чтобы показать свое негативное отношение к ней.

<sup>3</sup> The Future of the International Monetary System Speech by Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, The Golden Series lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF), London, 23 November 2011. URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111123.en.html>.

<sup>4</sup> Еще до возникновения кризиса ряд экономистов подчеркнули необходимость срочного выравнивания, которые, в первую очередь, в интересах самих США (см.: *Dooley, M., Folkerts-Landau D.,*

*Garber P.* The revived Bretton Woods system // *International J. of Finance and Economics*. 2004. □ 9. P. 307-313).

<sup>5</sup> *Tobias A., Hyun Song Shin* ‘Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles // *Federal Reserve bank of N.Y., Current Issues in Economics and Finance*. 2008. Vol. 14. No. 1.

<sup>6</sup> *Gourinchas P.-O., Rey H.* From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and The Exorbitant Privilege // *NBER Working Paper*. 2005. □ 11563.

<sup>7</sup> *Global Currencies for Tomorrow: A European Perspective / Angeloni Ignazio [et al.]*. Blueprint 13. Bruegel, 2011.

<sup>8</sup> Исследователи используют не только данные ведущих международных организаций, как МВФ и ООН, но также прогнозы крупнейших инвестбанков.

<sup>9</sup> Речь идет о фигуре, представляющей интересы всех 17 стран зоны евро.

*Поступила в редакцию 05.08.2011 г.*