

Основные факторы интернационализации использования доллара и евро как мировых валют

© 2012 К.О. Кузнецова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

E-mail: Ksenia.kuznetsova11@gmail.com

В статье на основе принципов функционального подхода уточнено понятие интернационализации использования валюты и выявлены основные факторы интернационализации использования ведущих мировых валют - доллара и евро. Обоснован вывод, что для оценки последствий интернационализации использования национальных валют целесообразна реальная оценка соотношения между преимуществами и недостатками современных мировых денег.

Ключевые слова: мировая валюта, функции мировых денег, доллар, евро, факторы интернационализации использования валюты.

Существует ряд подходов к анализу мировых валют. Наиболее эффективно их комплексное рассмотрение на основе принципов системного подхода.

Опыт становления ведущих мировых валют - доллара и евро - свидетельствует, что международное признание эти национальные валюты получали в результате интернационализации их использования в функциях мировых денег. В их числе: интернациональная мера стоимости в международных торговых, кредитных и финансовых операциях; международное средство платежа в международных расчетах по торговле и в международных валютных, кредитных, финансовых операциях; международное резервное средство для накопления официальных и корпоративных валютных резервов, сбережений населения и т.д.

В данной связи целесообразно рассматривать ведущие мировые валюты с учетом функционального подхода, т.е. исходя из определения интернационализации использования валюты как многофакторного процесса эволюционного развития трех функций мировых денег национальной валюты.

В экономической литературе выделены разные факторы интернационализации использования национальных валют в качестве мировых¹:

1) макроэкономические факторы формирования национальной валюты в качестве мировой - место страны-эмитента в мировом ВВП, производстве, торговле, экспорте капиталов, международная конкурентоспособность, относительная стабильность валютного курса, низкий темп инфляции;

2) факторы укрепления позиций мировой валюты - свободная конвертируемость валюты, использование этой валюты в мировых официальных валютных резервах других стран, развитый

финансовый рынок, эффективная экономическая, в том числе денежно-кредитная и валютная, политика и ее предсказуемость и последовательность в стране-эмитенте;

3) факторы поддержания позиций мировой валюты - состояние бюджета, платежного баланса, состояние международных резервов, государственного долга и корпоративного долга (внутреннего и внешнего), состояние рынка рабочей силы, относительная политическая стабильность.

Первая группа факторов, в отличие от второй и третьей, в основном зависит от фундаментальных макроэкономических показателей, свидетельствующих о значительном масштабе экономики (который может обеспечить ликвидность валюты и защищенность экономики от кризисных потрясений). Вторая группа фокусируется на развитости всех сегментов финансового рынка и эффективности экономической политики в стране-эмитенте. Третья группа факторов характеризует устойчивость валюты в долгосрочной перспективе и имеет особое значение в условиях кризисных потрясений. Проиллюстрируем данный подход примерами из мировой практики функционирования доллара и евро в качестве мировых валют.

Первая группа факторов. Исторически в качестве мировой использовалась валюта лидирующей экономики. Так было с фунтом стерлингов, долларом США, евро². Показателями степени развитости экономики, в первую очередь, служат доля страны в мировом ВВП, мировом экспорте товаров и услуг, международная конкурентоспособность.

Так, фунт стерлингов удерживал пальму экономического первенства в XIX в. - обслуживал 80 % международных расчетов³. Это было связано с лидирующими позициями Великобритании в мировой экономике, в том числе в промыш-

ленной революции, научно-техническом прогрессе и экономическом росте. Однако в итоге Первой мировой войны произошло перераспределение сил между США и Великобританией, экономический потенциал которой ослаб, а позиции США, наоборот, окрепли. После Второй мировой войны лидерство США в мировой экономике еще больше укрепилось (в 1950 г. ВВП США превысил ВВП Великобритании почти в 5 раз). В 1973 г. доля США в мировом ВВП превысила 22 %, доля Великобритании составила всего 4,2 %. Начиная с 1913 г., когда объемы экспорта двух стран были примерно равны, объем экспорта США постоянно превышал аналогичный показатель Великобритании: в 1929 г. - в 1,45 раза, в 1950 г. - в 1,6 раза, в 1973 г. - в 2,4 раза⁴.

Новое изменение соотношения сил привело к постепенной утрате долларом США с 1960-х гг. монопольных позиций как мировой валюты под давлением основных конкурирующих валют - марки ФРГ, французского франка, впоследствии замененных на евро, японской иены и др. Постепенно единая европейская валюта стала главным конкурентом доллара США.

Анализируя динамику основных макроэкономических показателей развития США и зоны евро в 2004 - 2011 гг., можно отметить сохранение на протяжении всего периода следующих тенденций: зона евро достигла почти сопоставимых с США показателей ВВП, хотя уступает США по объему ВВП (9 трлн. евро против 12 трлн. евро у США), по доле ВВП в мировом ВВП - доли ЭВС и США 19,1 % и 14,3 %, соответственно. Зона евро значительно опережает США по доле экспорта в мировом ВВП, несколько опережает по численности населения, объему кредитного рынка, сбережений в экономике, инвестиций в основную капитал⁵.

Устойчивость национальной валюты, используемой в качестве мировой, обусловлена конкурентоспособностью национальной экономики. По показателю ВВП на душу населения США (49 тыс. долл.) опережают страны зоны евро (36 тыс. долл.). Для достижения этого важного показателя конкурентоспособности требуется дальнейшее повышение производительности труда в зоне евро, где южные страны значительно уступают в конкуренции северным странам. Как отмечает О.Ф. Тимофеева, производительность труда падает при одновременном росте заработной платы в развитых странах мира, что вместе с падающей нормой сбережений подстегнуло развитие глобальных диспропорций в общественном воспроизводстве и кризисных потрясений⁶. Это способ-

ствует обострению финансовых проблем в зоне евро. По оценке А.И. Бажана, в странах, где конкурентоспособность недостаточна, единая денежно-кредитная политика превращается в неблагоприятный фактор, поскольку не позволяет таким странам самостоятельно манипулировать валютным курсом и процентными ставками с целью защиты отечественного производства, стимулирования экономического роста и проведения структурных преобразований⁷. Однако участие в ЭВС дает странам возможность использовать коллективную поддержку, а также получать кредиты в МВФ. Что касается надежды на девальвацию национальных валют (например, в случае выхода Греции из зоны евро), то ее эффективность зависит от экспортного потенциала, которым проблемные страны ЭВС не располагают.

Участие страны в мировом экспорте капитала теоретически обусловлено наличием у страны активного сальдо по счету текущих операций платежного баланса. Однако у США - эмитента ведущей мировой валюты иная ситуация. Так, при наличии у США с 1971 г. хронического дефицита счета текущих операций американская экономика традиционно входит в число лидеров по ввозу и вывозу прямых иностранных инвестиций. Согласно Докладу о мировых инвестициях ЮНКТАД, в 2008-2010 гг. США занимали первое место по ПИИ, инвестируя за рубеж не менее 300 млрд. долл. ежегодно. Одновременно импорт капитала в США за указанный период превышал приток иностранного капитала в какую-либо другую страну: в 2008 г. приток ПИИ составил 324,6 млрд. долл., в 2009 г. - 129,9 млрд. долл., в 2010 г. - 228 млрд. долл.

Относительно низкий уровень инфляции в стране-эмитенте является одним из важных факторов для использования валюты в международных экономических и валютно-кредитных отношениях. Процесс долларизации экономик, как в случае со странами Латинской Америки в 1990-х гг. - начале 2000-х гг., был обусловлен стремлением этих стран защитить национальные экономики от гиперинфляции, в связи с чем доллар, обладавший конкурентным преимуществом низкой степени инфляционного обесценения, представлялся надежным средством нормализации экономической ситуации в регионе⁸. Необходимо учитывать также особенности инфляции в стране-эмитенте. Так, использование доллара за пределами национальных границ порождает, с одной стороны, возможность США для частичного экспорта инфляции за рубеж. С другой стороны, наличие огромного рынка евродолларов (свыше 60 % совокупного объема эмиссии долларов)⁹ означает отсут-

ствие контроля за массой долларов, находящихся за рубежом. Это затрудняет оценку монетарными властями США спроса на доллары и риска импортирования инфляции, порождаемой действиями иностранных, а не национальных резидентов (при ввозе в США импорта). А. Кальца и А. Загини, используя данные об объеме долларовой денежной массы, находящейся в обращении за рубежом, подчеркивают, что потеря контроля за объемом наличности, сосредоточенной в руках нерезидентов, ведет к значительному завышению оценки так называемого инфляционного налога (shoe-leather costs) на национальную экономику¹⁰.

Одним из факторов интернационализации использования национальной валюты является состояние валютного курса. Теоретически курс мировой валюты должен обладать относительной стабильностью или более умеренной амплитудой колебаний по сравнению с другими валютами. Особое внимание аналитики обращают на влияние курса доллара на международные фондовые индексы и товарные цены. Укрепление курса доллара США - один из ключевых инструментов охлаждения финансовых рынков, понижательного давления на цены мировых финансовых и товарных активов. И наоборот, ослабление доллара неизбежно вызывает рост цен и “мыльные пузыри” на рынках. Однако в условиях кризиса ведущие мировые валюты также испытывают потрясения¹¹.

В начале кризиса европейская валюта была относительно устойчива, но затем фундаментальная устойчивость была утрачена в значительной мере в связи с проблемами наименее развитых стран ЭВС (Греция, Португалия, Испания), которые испытывают хронические экономические и финансовые трудности, обострившиеся в условиях кризисных потрясений. В этих условиях актуальность приобрело определение критериев валюты-“убежища”¹².

Вторая группа факторов. Как показывает мировой опыт, свободная конвертируемость валюты (СКВ) означает отсутствие ограничений по валютным платежам и переводам по всем международным операциям, способствует интернационализации ее использования. Однако свободная конвертируемость валюты при отсутствии других факторов (международная конкурентоспособность, ценовая стабильность, сдерживание инфляции, стремление избегать применения конкурентной девальвации)¹³ лишь один из факторов ее интернационализации.

Вместе с тем валютные резервы, как правило, состоят из свободно конвертируемых валют,

что указывает на значение статуса СКВ как важной предпосылки интернационализации национальной валюты¹⁴.

Значительная доля США и зоны евро в мировой торговле и степень развития финансовых рынков в этих мировых финансовых центрах способствуют выбору их валют в качестве международных резервных средств другими странами. В 1970-2009 гг. доля доллара в официальных валютных резервах была на уровне 60-70 % (в отдельные годы 50 %), несмотря на периодическую нестабильность американской валюты. Доля евро за короткий исторический период 1999-2009 гг. выросла с 17,9 до 27,4 %, что более чем вдвое меньше доли доллара США (62 %)¹⁵.

Высокая степень развитая финансового рынка и банковской системы является важным фактором в укреплении позиций мировой валюты. Это отмечают и западные эксперты. В частности, П. Хартманн¹⁶, М.М. Хабиб и Л. Стракка выделяют ряд показателей степени развитости финансового рынка страны-эмитента мировой валюты. Среди них: количественные показатели масштабов финансового рынка (объем активов (капитализация фондового рынка)¹⁷, инструментов, оборота); качественные показатели (качество регулирования, отсутствие барьеров).

Либеральная валютная политика и стабильность денежной политики (в том числе ее предсказуемость и последовательность) в стране-эмитенте, по мнению Р. Манделла, являются одними из основных факторов уверенности в стабильности валюты¹⁸. Однако кризисные потрясения свидетельствуют о вреде чрезмерной либерализации валютной политики и необходимости поиска оптимального сочетания государственного регулирования и рыночных сил. Чем выше степень открытости, тем выше потенциальный риск усиления нестабильности. Так, в трудах Р. Манделла и С. Фишера описана проблема “невозможной триады”, проявившейся в условиях валютных кризисов: невозможность достижения страной с фиксированным валютным курсом национальной валюты одновременно трех целей: внутреннего и внешнего равновесия и свободного перелива капиталов. В этом случае в странах, открытых для международных капиталов, вероятен переход к режимам плавающих валютных курсов и необходимости политики противодействия потенциальным спекулятивным атакам на национальные валюты. На практике при внешнем и внутреннем неравновесии преобладает регулируемый плавающий валютный курс с использованием валютных интервенций.

Третья группа факторов. Тенденция к ослаблению международных позиций доллара и евро в условиях современного мирового финансово-экономического кризиса обусловлена множеством факторов. В их числе: дефицит бюджета США и ряда стран зоны евро (при этом у США хронический и вдвое выше дефицита государственного бюджета зоны евро), дефицит платежного баланса США (по счету текущих операций), увеличение государственного и частного долга, рост безработицы. В результате ухудшения указанных показателей возник кризис доверия финансовых рынков к платежеспособности ряда европейских суверенных заемщиков, входящих в зону евро (Греция, Португалия, Испания, Италия). В этой связи правительства стран-эмитентов мировых валют предприняли меры для стабилизации экономики, снижения дефицитов государственных бюджетов и уровней государственного долга: через кредитные линии ЭВС и МВФ проблемным странам в зоне евро; посредством сокращения государственных расходов и повышения доходов в США.

Принято считать, что у страны-эмитента мировой валюты должен быть сбалансированный счет текущих операций платежного баланса. Однако в США он хронически дефицитен почти полвека. Дефицит этого баланса составлял в 1990 г. 79,0 млрд. долл. (1,4 % ВВП США); в 2011 г. - 473,4 млрд. долл. (3,14 % ВВП). Однако опыт функционирования зоны евро свидетельствует, что евро постепенно завоевывает позиции мировой валюты и без существенного дефицита торгового баланса. Это связано с тем, что в условиях, когда финансовая глобализация обгоняет глобализацию реальной экономики, спрос и предложение мировых денег формируется в значительно большей степени по каналам не внешней торговли, а международного движения частных и государственных капиталов кредитов в форме кредитов и инвестиций¹⁹.

Проблема государственного долга неоднократно озвучивалась на международных форумах и саммитах. Уровень совокупного долга Великобритании приближается к 300 % ВВП, Франции, США - к 250 %, в Германии превысил 150 % ВВП²⁰. Долговые проблемы развитых стран в сочетании с кризисным спадом, а затем с замедлением темпов экономического роста усугубили их экономическое положение и вызвали резкое снижение доверия к их финансовым рынкам и ведущим мировым валютам, что отразилось на росте доходностей государственных облигаций и риска удорожания новых заимствований для рефинансирования.

Увеличение стоимости заимствований серьезно затрудняет возможности государства и час-

тного сектора рефинансировать долг, что приводит к увеличению темпов роста долга и долговой нагрузки, усилению риска банкротств в частном секторе и суверенного дефолта. В этой связи новым явлением стала коллективная помощь ЭВС и МВФ проблемным странам зоны евро.

Проблемы состояния рынка труда (в том числе уровня безработицы и мобильности рабочей силы) и относительной политической стабильности в стране-эмитенте мировой валюты входят в третью группу факторов, как представляющие особое значение в условиях кризисных потрясений для восстановления экономической активности и поддержки доверия к валюте, в целях снижения силы воздействия экономических шоков на экономику страны-эмитента мировой валюты.

Предложенный подход к классификации факторов интернационализации использования национальной валюты в качестве мировой может дополнить существующие принципы анализа мировых денег. Выделение трех групп факторов позволяет на основе принципов системного подхода обобщить опыт функционирования двух ведущих мировых валют - доллара и евро - в целях выработки практических предложений по интернационализации использования национальных валют, например, российского рубля. Рассмотренные примеры несовершенства современных мировых денег (инфляционные издержки, проблема "невозможной триады" и необходимость учета национальной денежно-кредитной политики глобализационных процессов и взаимосвязей мировой экономики) обуславливают потребность в реальной оценке соотношения между преимуществами и недостатками современных мировых денег для оценки последствий интернационализации использования национальных валют.

¹ См., например: *Kenen P.* The role of the dollar as an international currency // Group of thirty occasional papers. N.Y., 1983. □ 13; *Hartmann P.* The future role of the euro as an international currency: A transactions perspective // LSE Financial Markets Group special paper. L., 1996. November (□ 91); *Thimann C.* Global roles of currencies // ECB Working Paper Series. 2009. March (□ 1031).

² Евро - дитя Манделла? // Теория оптимальных валютных зон : сб. ст. : пер. с англ. М., 2002.

³ См.: *Красавина Л.Н.* Российский рубль как мировая валюта: стратегический вызов инновационного развития России // Деньги и кредит. 2008. □ 5; *Аникин А.В.* История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта. 3-е изд. М., 2009.

⁴ *Maddison A.* The World Economy // Development centre studies, OECD, 2003.

⁵ Key Characteristics of the euro area, the United States and Japan. ECB, 2005, 2012.

⁶ Тимофеева О.Ф. Кризис в Европейском союзе: последствия, анализ, перспективы. М., 2011.

⁷ Бажан А.И. Зона евро: противоречия и перспективы // Бизнес и банки. 2011. 24 мая. С. 20.

⁸ Schmidt-Hebbel K., Werner A. Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate // *Economia*. 2002. Spring.

⁹ The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad. A report to the Congress by the Secretary of the Treasury, in consultation with the Advanced Counterfeit Deterrence Steering Committee. U.S., Treasury, 2006.

¹⁰ Инфляционный налог, или так называемые “издержки от стоптанных башмаков” (усилия, которые люди тратят на то, чтобы в период инфляции сохранить свои сбережения: поиск безопасных активов, перемещение средств, периодическое изъятие средств для текущего потребления и т. п.; разновидность трансакционных затрат) (Calza A., Zaghini A. Welfare costs of inflation and the circulation of US currency abroad // ECB Working paper series. 2011. April. (□ 1326)).

¹¹ Финансовые проблемы США и их влияние на глобальные процессы в валютной сфере: ситуационный анализ // Мировая экономика и международные отношения. 2011. □ 7.

¹² Habib M.M., Stracca L. Getting beyond carry trade. What makes a safe heaven currency? // ECB Working Paper Series. 2011. January (□ 1288).

¹³ Красавина Л.Н. Финансовый рынок как фактор инновационного развития экономики: системный подход // Банковское дело. 2008. □ 8.

¹⁴ Papaioannou E., Portes R., Siourounis G. Optimal currency shares in international reserves // ECB Working Paper Series. 2006. □ 694.

¹⁵ Papaioannou E., Portes R. The international role of the euro: a status report // European Commission Economic Papers. Brussels, 2008. April (□ 317).

¹⁶ Hartmann P. Currency competition and foreign exchange markets: The dollar, the yen and the euro. Cambridge, UK, 1998.

¹⁷ Habib M.M., Stracca L. Getting beyond carry trade. What makes a safe heaven currency? // ECB Working Paper Series. 2011. January (□ 1288).

¹⁸ Mundell R. The case for a world currency // J. of Policy Modeling / Columbia University. N.Y., 2005. □ 27.

¹⁹ Красавина Л.Н. Российский рубль как мировая валюта...

²⁰ Совокупный долг включает государственный долг, долг частного сектора, без учета финансового сектора (Europe and its currency // The Economist Special Report. 2011. November).

Поступила в редакцию 04.04.2012 г.