

Мензи Чин, Джеффри Френкель

## СТАНЕТ ЛИ В КОНЕЧНОМ ИТОГЕ ЕВРО ВМЕСТО ДОЛЛАРА ВЕДУЩЕЙ МЕЖДУНАРОДНОЙ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТОЙ?

Может ли доллар утратить свой статус бесспорной международной резервной валюты? Может ли он «пойти по пути стерлинга, гульдена, дуката и византина» (Kindleberger, 1995. Р. 6)? Одни авторы много говорили об этом десять лет тому назад.<sup>1</sup> Использование иены и марки быстро росло в 1970–1980-х годах, а доля доллара сокращалась (табл. 1 или рис. 1). Кое-кто в начале 1990-х даже заявлял, что иена или марка в конечном итоге заменят доллар в качестве ведущей международной валюты.

На рубеже тысячелетия такая идея стала казаться неправдоподобной. Между тем и Япония, и Германия пережили десятилетие необычайно низкого экономического роста, иена упала, а марка исчезла вовсе. Страхи насчет того, что статус доллара как международной валюты будет серьезно поколеблен, как ясно со временем, были преждевременными. На самом деле международный вес доллара, если оценивать его долю в международных резервах центральных банков, перестал снижаться к 1990 году и резко возрос в начале 1990-х (см.: табл. 1 или рис. 1). Долларизация возросла в Латинской Америке и других регионах мира.

Осознанию этого препятствовали колебания валютных курсов: обесценивание доллара, начавшееся после 1985 года, закончилось только в 1995 году. Вероятно, все дело было в неспособности разделить два вопроса: об ослаблении статуса конкретной валюты среди международных резервных валют и о падении обменного курса этой валюты. И вопрос о возможности утраты долларом своего привилегированного статуса ведущей международной валюты возникал всякий раз при обесценивании доллара на протяжении нескольких лет (в конце 1970-х, в начале 1990-х).

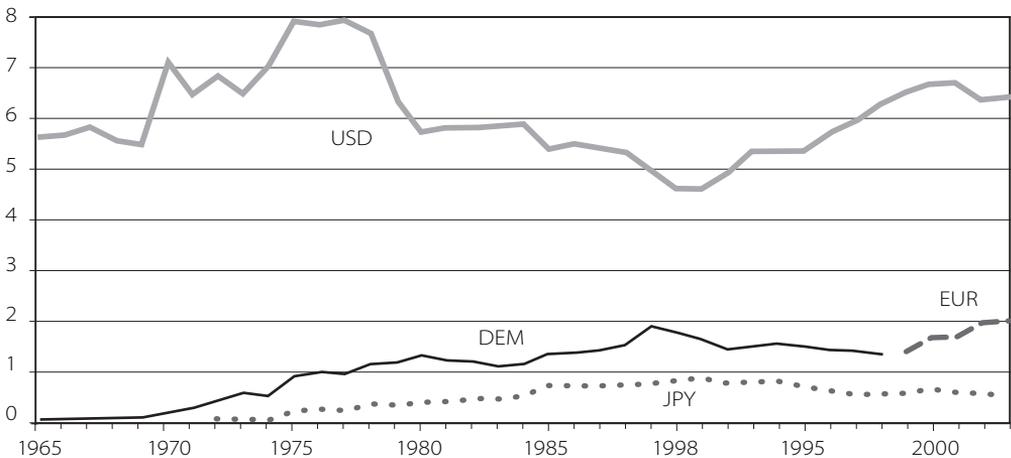
1 Помимо Киндлебергена на такую опасность указывал также Кунц (Kunz, 1995). 25 февраля 1995 года в *Economist* была опубликована статья, в которой он предсказывал, что «доллар ослабеет», а дойчмарка окрепнет. Об иене см.: Ramon Moreno. Will the Yen Replace the Dollar? // *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*. No. 96–30. Oct. 18, 1996.

Таблица 1. Доли национальных валют.  
Официальные валютные резервы на конец года (все страны) (%)

	1965	1973	1977	1982	1987	1992	1997	2003
доллар США	56,1	64,5	79,2	57,9	53,9	48,9	59,1	63,8
японская иена	0,0	0,1	2,2	4,1	6,8	7,4	5,1	4,8
фунт стерлингов	20,0	4,2	1,6	1,8	1,9	2,6	3,3	4,4
швейцарский франк	0,0	1,1	1,9	2,3	1,7	0,8	0,5	0,4
евро	0,0	0,0	0,0	—	—	—	—	19,7
немецкая марка	0,1	5,5	9,3	11,6	13,8	14,0	13,7	—
французский франк	0,9	0,7	1,1	1,0	0,9	2,6	1,5	—
нидерландский гульден	0,0	0,5	0,7	1,0	1,2	0,7	0,5	—
эю	0,0	0,0	0,0	13,8	13,6	9,7	5,0	—
прочие валюты	22,9	23,6	4,1	6,5	6,4	13,3	11,3	6,8

Прим.: Объемы валютных резервов центральных банков. Источник: данные годовых докладов МВФ.

Рисунок 1. Резервы центральных банков в основных валютах



Источник: пересмотренные данные МВФ из доклада за 2004, дополненные неопубликованными данными.

Очередному обесцениванию доллар подвергся в 2002–2004 годах. На основании одного этого факта можно было предсказать, что международные

экономисты вновь примутся обсуждать вопрос о рейтингах международных валют.<sup>2</sup> И когда к концу 2004 года рост курса евро продолжился, финансовая пресса начала рассуждения о том, что центральные банки готовы к масштабному отказу от доллара.<sup>3</sup>

Но в этот раз ситуация отличалась от паники конца 1970-х и начала 1990-х годов. Отличие состоит в том, что серьезным конкурентом доллара стал евро.<sup>4</sup> Несмотря на трудности европейской валютной интеграции и сомнения многих американских экономистов, в 1999 году Европейский валютный союз стал реальностью, а через четыре года евро обрел свою физическую форму. Новая валюта прошла самые серьезные испытания: переход был сравнительно гладким, евро (и только евро) используется сегодня в 12 странах, причем новая валюта вышла также на международные рынки.

В течение первых нескольких лет своей жизни евро не пользовался большим уважением. Это во многом было обусловлено его серьезной слабостью по сравнению с долларом. Конечно, все, кто предсказывал, что 1 января 1999 года долларские резервы будут заменены альтернативной валютой и что повышенный спрос на евро вызовет рост его курса, поначалу были разочарованы.<sup>5</sup> Но впоследствии евро перестал обесцениваться, и в 2002–2004 годах произошло его заметное укрепление.

В этой статье мы попытаемся выделить основные детерминанты статуса международной резервной валюты и выскажем несколько предположений относительно возможности, условий и сроков замещения доллара евро в качестве международной резервной валюты.

- 2 Ср.: «Вскоре в газетах появятся статьи о том, что центральные банки в Азии и других регионах начнут диверсификацию своих резервов, увеличивая долю евро, и что доллар в конечном итоге сможет лишиться своего статуса главной международной валюты» (Frankel, 2004).
- 3 См., напр.: *Economist* 12/04/04, 2/26/05; *FT* 1/24/05, 3/8/05, 3/11/05, 3/19/05, 5/17/05, 5/19/05, 5/21/05; *NYT* 3/11/05.
- 4 В середине 1990-х годов один из авторов данной статьи придерживался позиции меньшинства насчет перспектив доллара (напр.: Frankel, 1995): «Вряд ли какая-то другая валюта вытеснит доллар в качестве главной мировой валюты... Ему нет никакой серьезной альтернативы» (Eichengreen and Frankel, 1996. P. 363). Но в этих статьях также признавалась «возможность распространения в Европе единой валюты, которая сможет бросить вызов главенству доллара... И, по мере превращения евро в ключевую валюту, она вполне может начать использоваться в качестве валюты интервенции, став одной из важнейших резервных валют. В конечном итоге введение евро может означать появление нового и более сильного конкурента для доллара как ведущей резервной валюты в международной валютной системе» (P. 366, 372).
- 5 «Вероятно, произойдет портфельная диверсификация от 50 миллиардов до 1 триллиона долларов в евро. И доллар от этого пострадает: в течение продолжительного переходного периода евро будет расти быстрее, чем хотелось бы многим европейцам... Евро, скорее всего, с самого начала станет очень сильной валютой» (Bergsten, 1997. P. 84–85). Портез и Рэй (Portes and Rey, 1998) упрекали американских политиков в излишнем пессимизме насчет перспектив евро.

## 1. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ РЕЙТИНГИ

Сначала несколько определений. Международная валюта — это валюта, которая используется за пределами своей страны. Статус резервной валюты — основная тема этой статьи, но это только один из множества возможных способов использования международной валюты. Другие способы приведены в простой таблице, первоначально предложенной Бенджамином Коэном (Cohen, 1971) и уточненной Питером Кененом (табл. 2). Три классические функции денег на внутреннем рынке — средство сбережения, средство обмена и расчетная единица — могут быть перенесены на уровень международных денег. По каждой функции имеются примеры того, каким образом государство и частные участники иногда предпочитают использовать ведущую международную валюту, которая не является их собственной. Тема этой статьи отражена в первой ячейке: решение центральных банков держать свои резервы в определенной валюте. Но в ней также показаны другие способы использования международной валюты: замещение валюты (например, обращение доллара в Латинской Америке и других регионах), деноминация или фактурирование международных финансовых потоков, привязка для валют небольших стран и валютные операции.

Таблица 2. Роли международной валюты

Функция денег:	Государство	Частные участники
Средство сбережения	Международные резервы	Замещение валюты (частная долларизация)
Средство обмена	Ведущая валюта для валютной интервенции	Фактурирование торговых и финансовых транзакций
Расчетная единица	Привязка для местной валюты	Деноминация торговых и финансовых транзакций

Мы сосредоточим внимание на резервной валюте по двум основным причинам. Прежде всего, у нас имеются ежегодные данные по всем важным валютам на протяжении последних 30 лет или даже больше; оценкой других международных ролей, приведенные в табл. 2, никто пока вплотную не занимался. Кроме того, роль резервной валюты более тесно связана с вопросом о том, смогут ли Соединенные Штаты и дальше финансировать свой дефицит платежного баланса.

*Нужно ли беспокоиться насчет международных валютных рейтингов?*

Так ли важен этот вопрос? Статус международной валюты, по-видимому, не так сильно влияет на реальную экономику, как курс обмена валюты. Но все же он важен. Начнем с того, что валютный курс и статус международной валюты всегда были каузально взаимосвязаны, хотя иногда, например

в начале 1990-х, наблюдалось движение в противоположных направлениях. Но эта тема недавно стала особенно острой в свете вопроса о сохранении дефицита платежного баланса Соединенных Штатов. Как долго может сохраняться такое положение? Исторический опыт других стран с пороговым уровнем дефицита платежного баланса здесь не особенно уместен, поскольку здесь важна особая роль доллара в мировой финансовой системе. Сохранение нынешнего дефицита платежного баланса Соединенных Штатов может зависеть от долгосрочной готовности иностранных центральных банков накапливать значительные объемы американской валюты, если не начнут делать этого сами частные иностранные инвесторы. Это, в свою очередь, зависит от двух факторов: 1) желания иностранных центральных банков и дальше осуществлять вмешательство на рынках иностранной валюты с тем, чтобы попытаться ослабить или, наоборот, не допустить ослабления своих валют по отношению к доллару; и 2) готовности центральных банков и дальше держать львиную долю своих резервов в долларах, а не в какой-либо другой конкурирующей валюте, например в евро. И если первый вопрос широко обсуждался в 2003–2004 годах (Dooley, Folkerts-Landau and Garber, 2003; Goldstein, 2004), то о последнем начали говорить только сейчас.<sup>6</sup>

#### *Преимущества, связанные с обладанием международной валютой*

Можно выделить четыре преимущества для страны, которая обладает валютой, играющей важную роль в мире.

1. *Удобство для жителей страны.* Экспортерам, импортерам, заемщикам и кредиторам, конечно, удобнее вести дела в своей собственной, а не в иностранной валюте. Глобальное использование доллара, как и глобальное использование английского языка, является естественным преимуществом, которое американские бизнесмены склонны считать само собой разумеющимся.

2. *Большой объем работы для банков и других финансовых институтов своей страны.* Нет никакой жесткой связи между валютой, в которой осуществляются банковские операции, и принадлежностью банков какому-либо конкретному государству (а также подданством тех, кто стремится сберечь или занять средства, и посреднического банка). Тем не менее американские банки обладают сравнительным преимуществом при осуществлении операций с долларами, британские банки — при осуществлении операций с фунтами и т. д.

3. *Сеньораж.* Это, возможно, самое важное преимущество, связанное с тем, что другие страны предпочитают держать свои резервы в валюте твоей страны. Они должны предоставлять реальные товары и услуги или обладать реальным основным капиталом, оцениваемым в чужой валюте. Сеньораж не всегда бывает большим, если определять его узко: займы под низ-

6 Возможно, вопрос о валютных предпочтениях центральных банков (сохранение особой роли доллара) не так важен, как аналогичный вопрос о частных инвесторах. Но он по-прежнему связан с ролью доллара как главной международной валюты, которая значительно облегчает исчисление объемов резервов.

кий процент, получаемые Соединенными Штатами, когда иностранные центральные банки держат свои резервы в долларах. Но он намного более важен, если понимать его широко, как «привилегию» Америки заимствовать за рубежом огромные суммы в своей собственной валюте, получая при этом намного более высокую прибыль на прямые иностранные и иные инвестиции в других странах. В этом кроется причина недовольства Европы дефицитом американского платежного баланса в 1960-х годах и долларовой стандартом вообще, поскольку вынужденное приобретение Европой долларов, как будет показано ниже, было главной причиной дефицита. Готовность азиатских и других банков и дальше финансировать нынешний дефицит платежного баланса Соединенных Штатов в будущем, конечно, обусловлена тем, что доллар в течение долгого времени исполняет роль главной международной резервной валюты. Не обязательно говорить о сеньораже в узком смысле (иностранные авуары в американской валюте, по которым не выплачиваются проценты). Куда более важна способность США справляться с огромными долгами, выражаемыми в собственной валюте по низким процентным ставкам. Год за годом США зарабатывали на иностранных инвестициях за рубежом больше, чем они должны были платить по долгам, и разница составляла почти 1,2 % в год (см., напр.: Cline. P. 45). Возможно, эта роль Америки как мирового банкира (берущего краткосрочные ликвидные депозиты и дающего на длительный срок с высокой степенью риска) сохранится и после утраты долларом своего положения ведущей международной валюты. Но кажется вполне вероятным, что одна утрата повлечет за собой другую.

4. *Политическая власть и престиж.* Постепенная утрата фунтом стерлингов статуса ключевой валюты сопровождалась утратой политического и военного превосходства Британии. Как и в случае со многими другими преимуществами, причинная связь развивается здесь в обоих направлениях. Мы вернемся к этой проблеме в третьем разделе статьи.

#### *Недостатки, связанные с обладанием международной валютой*

Можно выделить три основных неудобства, с которыми сталкивается страна, обладающая ведущей валютой. Они позволяют объяснить, почему Япония и Германия в прошлом были против широкого использования своей валюты в качестве резервной и почему Китай выражает обеспокоенность насчет последствий начавшейся транснационализации своей валюты.

1. *Значительные колебания в спросе на валюту.* Обладание валютой, которую держит множество людей во всем мире, совсем не обязательно должно вести к значительной изменчивости спроса. Такая нестабильность, скорее всего, будет вызвана ростом мобильности капитала, а не статусом ведущей валюты *per se*. Тем не менее эти два момента связаны между собой. Центральные банки иногда высказывают опасения, что интернационализация валюты может осложнить контроль над находящейся в обращении денежной массой. Эта проблема не возникает, если они не осуществляют интервенции на рынке иностранной валюты. Но, с точки зрения центрального банка, возможное влияние колеба-

ний в спросе на валюту, на валютный курс может быть столь же нежелательным, как и возможное влияние таких колебаний на денежную массу.

2. *Рост среднего спроса на валюту.* Это обратная сторона сеньоража. В 1960–1970-х годах правительства Японии и Германии особенно опасались возможности того, что приток капитала (вследствие доступности активов для жителей других стран) вызовет рост курса своей валюты и сделает экспортеров менее конкурентоспособными на мировых рынках. И с этой проблемой сегодня приходится сталкиваться Китаю.

3. *Бремя ответственности.* Органам валютного регулирования в стране, обладающей ведущей международной валютой, вероятно, придется учитывать последствия своих действий на мировых рынках, а не приспособливать валютную политику исключительно к внутренним целям. Федеральная резервная система, скорее, пойдет на снижение учетной ставки, как это было во второй половине 1982 года и вновь в конце 1998 года в ответ на международные долговые проблемы в Латинской Америке и других регионах. Аргентина и другие страны время от времени поднимают вопрос о возможности официальной долларизации; нежелание нести бремя ответственности, пусть и не выраженное явно, позволяет объяснить отсутствие большого энтузиазма у американских властей (см., напр.: De Long and Eichengreen, 2001; Frankel and Roubini, 2003).

## 2. ОБЩИЙ ПОДХОД СТАТЬИ

В этой статье содержится попытка при помощи инструментария эконометрики выделить детерминанты долей международных резервных валют в период с 1973 по 1998 год, то есть до появления евро. Следует специально подчеркнуть, что речь здесь идет об общей оценке параметров без серьезной проверки гипотезы. Мы сознательно приводим много априорных данных, так как нам приходится опираться на очень небольшую выборку.

Работы по вопросу о том, чем определяется статус резервной валюты, довольно известны, хотя им зачастую недостает количественного анализа. Три основных момента:

1. Детерминанты. В пятом разделе статьи будут перечислены определяющие факторы. Наиболее важным из них является размер страны или региона, в котором используется валюта, но есть и другие.

2. Большое значение имеют сетевые экстерналии или эффекты масштаба и совмещения. Каждая страна, скорее всего, будет использовать валюту, используемую другими. Это использование международной валюты не имеет линейных детерминант. Скорее, здесь наблюдается феномен перевеса (Schelling, 1978; Gladwell, 2000): если одна валюта догоняет или даже перегоняет другую, производная использования резервной валюты по отношению к определяющим переменным в этой области будет выше нуля (и даже выше показателей, которые имели место тогда, когда положение ведущей валюты было бесспорным). В этом отношении переключение с одной валюты на другую происходит быстро.

3. Но в хронологическом отношении такое переключение происходит медленно. Какая бы валюта не использовалась в прошлом, она будет использоваться в будущем и дальше. Здесь велика *инерция*.

Таким образом, перед нами стоят три задачи: 1) выделить наиболее важные детерминанты и определить их относительный вес; 2) подтвердить нелинейность функции; 3) оценить степень инерции, выраженную при помощи лаговой эндогенной переменной. За основу мы берем данные о валютных резервах центральных банков в период с 1973 по 1998 год. Нельзя быть уверенным в том, что в этой совокупности данных будет содержаться достаточно информации на интересующие вопросы.

Исчезновение марки, франка и гульдена в 1999 году и их замена евро привели к непоправимому нарушению последовательности данных. Но мы надеемся превратить этот недостаток в преимущество. Мы определим содержательность подхода, который использовался при оценке данных до 1999 года, рассмотрев, насколько точно было спрогнозировано развитие событий в 1999–2003 годах. Затем мы намерены использовать этот подход для прогнозирования изменения долей доллара, евро и других международных валют в будущем, рассмотрев несколько возможных сценариев, например, вхождения Великобритании в Европейский валютный союз. И мы не уверены в том, что евро способен догнать доллар в краткосрочной перспективе, нельзя исключить возможность того, что евро догонит доллар в долгосрочной перспективе.

### 3. КРАТКАЯ ИСТОРИЯ

Здесь, конечно, имеется важный исторический прецедент.<sup>7</sup> Фунт стерлингов был ведущей международной валютой в эпоху золотого стандарта. По оценкам историков, от 60 до 90 % международной торговли в XIX веке велось в фунтах (Broz, 1997; Hale, 1999). В 1899 году доля фунта в известных валютных авуарах официальных учреждений более чем вдвое превышала сумму долей двух ближайших конкурентов – франка и марки – и намного превышала долю доллара.<sup>8</sup>

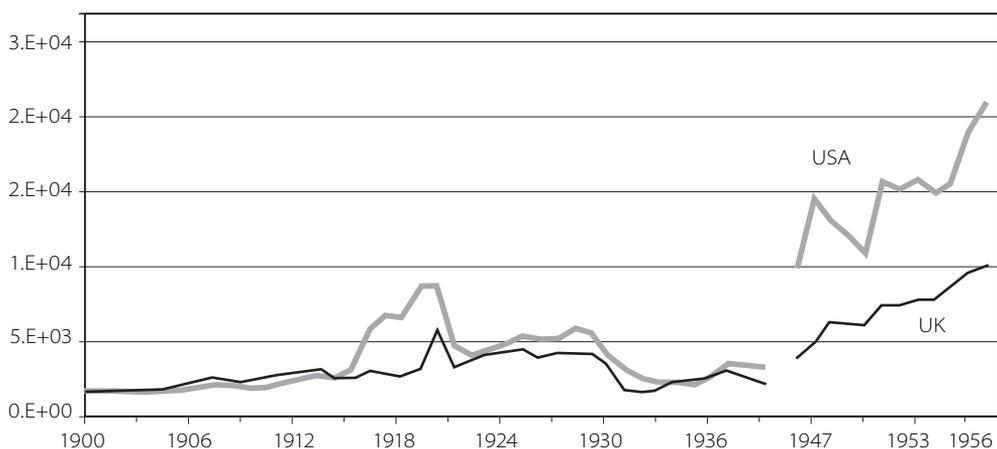
#### *Когда доллар догнал фунт*

В конце XIX века американская экономика по своему объему превзошла британскую. Тем не менее американский экспорт отставал от британского до Первой мировой войны и не смог обогнать его до Второй мировой войны (рис. 2). Отставание в развитии финансовой системы было еще более зна-

7 Впервые об этом прецеденте как о свидетельстве в пользу возможного вытеснения доллара было заявлено в работе: Alogoskoufis and Portes (1992).

8 105,1 миллиона долларов в фунтах, 27,7 миллионов долларов в франках, 24,2 миллиона долларов в марках и 9,4 миллиона долларов в других валютах. К 1913 году отношение несколько изменилось, но фунт по-прежнему сохранял ведущее положение: 425,4 миллиона долларов в фунтах, 275,1 миллиона долларов в франках, 136,9 миллиона долларов в марках и 55,3 миллиона долларов в других валютах (Lindert, 1969. P. 16–22).

Рисунок 2. Американский и британский экспорт в 1900–1957 годах  
(объем экспорта в миллионах долларов)



*Источники:* данные по британскому экспорту и курсу фунта стерлингов в 1946–1970-х годах представлены Министерством торговли и промышленности Великобритании; данные по американскому экспорту: Historical Statistics of the United States, Colonial Times To 1970; U.S. Census Bureau.

чительным. Показательно, что до 1913 года Соединенные Штаты не имели центрального банка. После начала Первой мировой войны США из чистого должника превратились в чистого кредитора, тогда как Британия прошла этот путь в обратном направлении, став чистым должником. Она вынуждена была заимствовать у Соединенных Штатов огромные средства, необходимые для ведения войны. В 1920-х годах доллар был единственной валютой, которая оставалась конвертируемой в золото по твердой цене.

После превращения его в крупную международную валюту доллар все чаще стал использоваться в международной торговле и финансах. Фунт сохранял свое доминирующее положение в качестве ведущей валюты в межвоенный период во многом из-за инерции, о которой говорилось выше. Еще в 1940 году уровень ликвидных стерлинговых активов, принадлежащих иностранным владельцам, вдвое превышал уровень ликвидных долларовых активов. Но к 1945 году положение доллара и фунта в статистическом отношении полностью изменилось. Вторая мировая война, приведшая к дальнейшим заимствованиям и другим экономическим последствиям, завершилась окончательным установлением господства доллара.

Падение фунта было связано с более широким процессом утраты Британией своего экономического, колониального и военного могущества, а также других атрибутов международной гегемонии. Сегодня многие экономисты говорят о возможности повторения Соединенными Штатами британского пути «имперского перенапряжения» в связи с увеличением дефицита федерального бюджета и крайне амбициозными военными авантюрами в мусульманском мире; и в этом отношении судьба фунта может служить серьезным

предостережением. Суэцкий кризис 1956 года часто воспринимается как событие, заставившее Британию под давлением США отказаться от своих остаточных имперских замыслов, но важная роль фунта в этом часто остается забытой. Предложенная Полом Кеннеди (Kennedy, 1989) гипотеза об имперском перенапряжении и ее приложении к американской гегемонии была по сути верной, но преждевременной, подобно многим прогнозам начала 1990-х, заявлявших о скором и неизбежном падении доллара.

### *Доллар в Бреттон-Вудскую эпоху*

Хотя золото было официальным международным резервным активом валютной системы, решение о создании которой было принято в 1944 году в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Гемпшир, подлинным резервным активом послевоенной системы стал, тем не менее, доллар. На начальном этапе «долларового голода» европейские и другие валюты не конвертировались в золото и не ценились так, как доллар (Kindleberger, 1950). Европейцы и другие оценивали свое экономическое восстановление из послевоенной разрухи, отталкиваясь от растущей способности зарабатывать доллары через улучшение торгового баланса. К 1958 году платежный баланс европейских стран улучшился настолько, что они смогли восстановить конвертируемость своих валют (McKinnon, 1979. P. 5).

Но введение системы фиксированных курсов конвертируемых валют привело к появлению новых проблем. В 1958 году Соединенные Штаты столкнулись с проблемой растущего дефицита платежного баланса. И хотя этот дефицит соответствовал европейскому профициту, по замечанию Роберта Триффина (Triffin, 1960), это было дурным предзнаменованием. Мировой спрос на международные резервы возрастал пропорционально росту международных доходов и торговли. Поскольку предложение золота было более или менее фиксированным, доллар все чаще использовался в качестве дополнительного резервного актива центральными банками других стран при Бреттон-Вудском режиме. Но другие страны могли получить доллары только одним путем, а именно — связав профицит платежного баланса с Соединенными Штатами. И это привело к возникновению того, что теперь принято называть дилеммой Триффина: Соединенные Штаты должны были либо принимать меры по ограничению дефицита своего платежного баланса, либо позволить другим странам накапливать требования к нему. В последнем случае объем долларовой массы, необеспеченной золотом, которое содержалось в Форт-Ноксе, бесконечно возрастал, что стало причиной кризиса, когда частные спекулянты (и Шарль де Голль) утратили доверие и предъявили американским властям больше требований по обмену долларов на золото, чем они могли удовлетворить.

В 1960-х годах американское правительство приняло временные меры по установлению контроля над оттоком капитала. Между тем экономисты обсуждали три возможных общих решения дилеммы: рост цены на золото для увеличения эффективного предложения резервов; создание своеобраз-

ного «бумажного золота» как нового резервного актива; введение плавающих валютных курсов для снижения спроса на международные резервы.<sup>9</sup>

Во многом скорому наступлению часа расплаты способствовала экспансионистская американская финансовая и валютная политика эпохи Вьетнамской войны, которая привела к дальнейшему росту дефицита платежного баланса. В августе 1971 года Соединенные Штаты в одностороннем порядке закрыли официальное «золотое окно», тем самым положив конец Бреттон-Вудскому режиму. Попытка введения системы фиксированных валютных курсов в Смитсоновском соглашении через девальвацию доллара по отношению к золоту потерпела провал. К марту 1973 года все основные индустриальные страны отказались от попыток привязать свои валюты к доллару.

### *Доллар в эпоху плавающих курсов*

Можно было ожидать, что после 1973 года произойдет резкое падение спроса на резервы со стороны ведущих промышленных стран, перешедших к плавающим курсам. Но этот спрос тем не менее оставался необычайно высоким. И хотя центральные банки готовы были допустить более высокие колебания курсов своей валюты, чем раньше, для достижения этого результата требовалось намного более серьезное вмешательство, чем тогда, когда международные финансовые рынки были менее развиты. Это позволяет объяснить сохранение высокого спроса на резервы.

Долларовые резервы начали сокращаться с конца 1970-х годов. Хотя важно не смешивать изменения в использовании валюты с изменениями в ее меновой стоимости по отношению к иностранным валютам, тенденция к сокращению использования доллара отчасти была отражением снижения его стоимости. Обесценивание доллара было связано с тремя важными событиями — по одному на десятилетие: 1977–1979, 1985–1988 и 1993–1995. И каждый раз падение курса доллара вызывало острые разногласия между Соединенными Штатами и их торговыми партнерами, в частности, Европой. Американских министров финансов постоянно упрекали в политике «нарочитого невнимания» к стоимости доллара.

«Нарочитое невнимание» сохранялось и в период роста стоимости доллара с 1980 по февраль 1985 года. Сильный доллар имел свои достоинства — улучшение перспектив для фирм, осуществлявших экспорт в Соединенные Штаты или конкурировавших с импортом, и свои недостатки — неблагоприятные изменения в торговле, подорожание ввозимых товаров, цены на которые устанавливались в долларах (речь идет, прежде всего, о нефти), требования, связанные с повышением заработной платы. Слабый доллар

9 Маккинон прогнозировал — как оказалось, верно, — что переход к плавающим курсам, хотя и сократит официальный спрос со стороны центральных банков на доллары как ключевую валюту, все же не сможет сократить частный спрос на международную валюту. Он также предсказывал, что доллар останется валютой, наиболее подходящей для выполнения этой роли.

также имел свои достоинства и недостатки. Очевидно, что Европа заинтересована в стабильном долларе. Помимо обычных издержек, которых требует неустойчивый валютный курс, изменчивость доллара как ключевой мировой валюты также вызвала обвинения в расширении протекционистских барьеров (поскольку Соединенные Штаты вводят барьеры на импорт при сильном долларе, а их торговые партнеры — при слабом), колебаниях уровня мировых цен (поскольку страны осуществляют интервенции с целью стабилизации валютного курса и страдают от последующих колебаний своей денежной массы) и инфляционном уклоне (результат отсутствия мирового «номинального якоря», способного занять место золота, фунта или доллара).

В адрес Соединенных Штатов неоднократно выдвигались обвинения, особенно в 1970-х годах, в пренебрежении своей социальной ответственностью и неспособности предложить миру «общественное благо» в виде устойчивых международных денег. Такое недовольство свидетельствовало о существовании конфликта, связанного с двойственной ролью доллара как американской и мировой валюты. Оно также привело к введению в 1979 году экио в качестве конкурирующей валюты и выпуску в конечном итоге в 1999 году евро.

#### 4. МЕЖДУНАРОДНОЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЕВРО ДО НАСТОЯЩЕГО ВРЕМЕНИ

Имеется множество индикаторов международного использования валюты. Наиболее доступным обычно является валюта деноминации в международных финансовых транзакциях. В этом смысле евро вскоре после своего дебюта стал широко использоваться для деноминации ценных бумаг. В самой Европе количество корпоративных облигаций в евро существенно выросло вместе с быстрой интеграцией денежных рынков, рынков государственных облигаций, рынков акции и банков. И хотя дебют евро вызвал необычайную активность, это все же не соответствовало определению «международного использования валюты», потому что в этом случае валюта использовалась в рамках региона, выпускавшего валюту (Gaspar and Hartmann, 2005; Rey, 2005).

Но евро пользовался успехом и за пределами Европы.<sup>10</sup> Деткен и Хартманн (Detken and Hartmann, 2000) изучили данные первого года действия евро, проделав осторожную работу выуживания информации об использовании евро в самом ЕС, чтобы оценить степень использования новой валюты в сравнении с валютами-предшественницами. Выяснилось, что за пределами Европы предложение активов в евро росло быстрее спроса.

<sup>10</sup> Даже по данным 1999 года евро стал второй по значимости валютой практически во всех сегментах международных рынков капитала, начав с положения валюты «номер три» (Detkens and Hartmann, 2000). В первом квартале 2000 года евро продолжил укреплять свои позиции по крайней мере с той же интенсивностью, что и в 1999 году; и, с точки зрения некоторых исследователей, в новом десятилетии рынок евро станет подлинной альтернативой рынку доллара (Bishop, 2000).

Объем международного долга, выраженный в евро, вырос примерно с 20 % накануне создания Европейского валютного союза до 30 % в 2003 году (Rey, 2005: 114).

В последнем столбце табл. 1 показано, что доля евро в валютных резервах центральных банков составила в 2003 году 19,7 %. Это примерно равно сумме долей марки, французского франка и гульдена как раз перед введением единой европейской валюты, но меньше, чем могло бы быть, если прибавить к этому долю эю. Этого следовало ожидать: до 1999 года двенадцать центральных банков имели валютные резервы, в том числе в валюте друг друга; и они исчезли по росчерку пера 1 января 1999 года. Поэтому при выяснении того, насколько появление евро повлияло на привлекательность доллара как международной резервной валюты, нельзя просто сравнивать цифры до и после 1999 года.

Международное использование евро продолжало расти на протяжении первых пяти лет его существования. Почти половина европейской торговли с нерезидентами ЕС велась в новой валюте. Доля евро в международных долговых обязательствах выросла почти до 30 % (по сравнению с менее чем 20 % до 1999 года). Исследования показывают, что доллар все еще сохранял лидирующее положение в 2001 году: 85 % всех сделок (из 200 %) заключались в долларах, 43 % — в евро и 26 % — в иенах. В 2004 году позиции доллара и евро почти не изменились — 85 % и 44 % соответственно.

В конечном итоге можно сделать вывод о том, что евро является второй международной валютой, опередившей иену и быстро завоевавшей признание, но все еще отстающей от доллара, который удерживает за собой передовые позиции. Теперь обратимся к рассмотрению детерминант статуса международной валюты.

## **5. УСЛОВИЯ, КОТОРЫМ ДОЛЖНА УДОВЛЕТВОРЯТЬ ВАЛЮТА, ЧТОБЫ ПОЛУЧИТЬ СТАТУС МЕЖДУНАРОДНОЙ**

В литературе о международных валютах выделяется несколько определяющих переменных.

1. Структура производства и торговли. Валюта страны, которая имеет большую долю в международном производстве, торговле и финансах, обладает естественным преимуществом. Американская экономика по-прежнему остается крупнейшей в мире с точки зрения производства и торговли. Второе место занимает Япония. Несмотря на алармистские страхи начала 1990-х годов, Япония, страна с вдвое меньшим населением и значительно меньшими территорией и природными ресурсами, вряд ли могла превзойти Соединенные Штаты по этим экономическим показателям. Но евро теперь стал валютой в 12 странах. Их совокупный экономический вес намного превышает вес Германии или Японии. Он не так велик, как у Соединенных Штатов (табл. 3), но он вполне может стать таким в будущем. Если три других давних члена ЕС — Великобритания, Швеция и Дания — присоединятся сегодня к валютному союзу, то в экономическом отношении ЕС вполне

сможет сравниться с Соединенными Штатами. Если 10 стран, вступивших в ЕС в мае 2004 года, присоединятся к валютному союзу, новый валютный регион намного превзойдет экономику США. Если к нему присоединится какая-то одна из этих стран, это все равно произойдет, хотя и немного позднее. Вопрос об относительном весе также зависит от темпов роста американской и европейской экономик. В качестве альтернативы ВВП можно рассмотреть также объем торговли стран как еще один показатель относительного веса в мировой экономике.

Таблица 3. Соотношения экономик США и Европы (триллионы долларов)

	2003	2004
США	11,0	11,5
Еврозона (12 стран)	8,8	9,0
ЕС до 1 мая 2004г. (15 стран)	11,3	11,5
ЕС после 1 мая 2004г. (25 стран)	11,8	12,1

В некоторых оценках международного использования валюты (частота использования валюты в фактурировании и финансировании международной торговли) используются также другие показатели. Тот факт, что значительную часть импорта Японии составляют нефть и иное сырье и что большая часть японского экспорта поступает в западное полушарие, позволяет понять, почему на иену приходится лишь очень незначительная часть мировой торговли. Сырье по-прежнему оценивается в долларах. Всякий раз, когда доллар обесценивается на протяжении нескольких лет, ОПЕК начинает обсуждать вопрос о переходе к другой валюте. Но этого до сих пор не произошло. В то же время главенству доллара в других международных ролях был брошен серьезный вызов.

2. Финансовые рынки страны. Для достижения статуса международной валюты капитал и денежные рынки своей страны должны быть не только открытыми и свободными от контроля, но также глубоко и хорошо развитыми. Крупные рынки Нью-Йорка и Лондона явно отдавали предпочтение доллару и фунту, а не евро и его предшественнице — дойчмарке, поскольку Франкфурт оставался не слишком развитым. Финансовые рынки Токио и Франкфурта претерпели серьезные изменения за последние два десятилетия, но они по-прежнему отстают от Нью-Йорка и Лондона как финансовых центров. Между тем Сингапур и Гонконг заметно укрепили свои позиции.

Кроме того, нельзя забывать и важности сильного центрального банка и финансового сектора, которые способны сбалансировать политическое влияние сектора торговли. Необходимо иметь поддержку со стороны «Уолл-стрит», чтобы иметь возможность противодействовать политическому давлению со стороны «Мэйн-стрит», стремящейся ослабить валюту для продажи своих товаров (Hale, 1995; Frieden, 2000).

Невероятно сложно найти единые средства для оценки объема, глубины или развития, подходящие для всех финансовых центров. Мы решили взять за основу данные об обороте иностранной валюты в соответствующих финансовых центрах — Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте, Токио, Цюрихе и т.д. Этот критерий отличается от оборота конкретных валют (доллара, фунта, евро и т.д.), переменной, которая была бы гораздо более совместимой со статусом международной валюты, как мы попытаемся показать. Он объясняет, например, преобладание Лондона, которое сохраняется, несмотря на незначительную роль фунта. Этот критерий позволяет учесть все международные финансовые транзакции (как долгосрочные, так и краткосрочные, банковские операции и операции с ценными бумагами, акциями и облигациями). Кроме того, можно собрать данные по интересующим странам и годам, хотя и не всегда (и чем дальше в прошлое от 1970-х годов, тем сложнее). Мы также использовали альтернативное средство для оценки значения финансовых центров — объем фондового рынка различных стран.

3. Доверие к валюте. Даже если ведущая валюта используется только в качестве расчетной денежной единицы, нельзя допускать, чтобы ее стоимость подвергалась хаотичным колебаниям. Ведущая валюта также используется как форма, в которой держатся активы (компании держат резервы валют, в которых они выписывают счета, инвесторы держат облигации, имеющие обращение на международном рынке, центральные банки не могут обойтись без валютных резервов). Решающее значение здесь имеет уверенность в том, что стоимость валюты будет устойчивой и, в частности, что инфляция в будущем будет не слишком большой (Devereux and Shi, 2005). Органам денежно-кредитного регулирования Японии, Германии и Швейцарии в 1970-х годах удалось добиться лучших показателей в снижении инфляции, чем Соединенным Штатам, и укрепить тем самым свои притязания на статус международной валюты. Еще в 1980-х годах средняя величина и колебания темпов инфляции были выше, чем в этих трех странах с твердыми валютами, хотя и ниже, чем в Великобритании, Франции, Италии и многих других странах (Tavlas and Ozeki, 1991).

С учетом хороших показателей по инфляции в 1990-х годах у Соединенных Штатов в настоящее время нет серьезных причин для беспокойства, наподобие тех, что имелись в прошлом. Однако негативное влияние на доллар сегодня оказывает тот факт, что Соединенные Штаты стали крупнейшей страной-должником. Даже если Федеральная резервная система никогда не поддастся соблазну или не будет вынуждена запустить печатный станок, сохраняющийся дефицит платежного баланса всегда будет оставаться возможным источником падения доллара. Такие опасения делают доллар непривлекательным.

4. Сетевые экстерналии. Международные деньги, как и внутренние деньги, становятся ценными потому, что ими пользуются другие. Это классический случай сетевых экстерналий. В этом смысле основным свойством валюты является не столько важность, сколько сложившееся историче-

ское равновесие. Валюта может использоваться в качестве международной по инерции.

Можно провести аналогию с языком. Если заняться разработкой идеального языка, им не обязательно будет английский. (Вероятно, им станет эсперанто). Никто не утверждает, что английский подходит на роль мирового *lingua franca* в силу своей красоты, простоты или полезности. Он не столь изящен и благозвучен, как, например, французский, и не столь прост и логичен в произношении и грамматике, как испанский или итальянский. И все же именно на этом языке граждане различных стран чаще всего общаются и ведут дела. Все предпочитают использовать *lingua franca*, как и валюту, в надежде на то, что другие также будут пользоваться именно им/ею.<sup>11</sup>

Таким образом, небольшие изменения в детерминантах не вызовут серьезных изменений в количестве резервных валют по крайней мере в краткосрочной перспективе. Как минимум, последствия проявятся с серьезным запозданием. Как уже отмечалось, фунт оставался важной международной валютой даже после того, как в начале XX века Британия утратила положение экономической сверхдержавы. В нынешнем контексте инерция будет означать сохранение центральной роли доллара в долгосрочной перспективе. В конечном итоге, как показывает эффект масштаба, механизмы международного использования валюты могут и не иметь линейных детерминант. Это может быть связано с феноменом перехода от одной валюты к другой.

Еще один аспект сетевых экстерналий — эффект совмещения. Индивид (экспортер, импортер, заемщик, кредитор или продавец валюты) скорее будет использовать данную валюту в своих транзакциях, если так будут поступать и другие. Если валюта используется при выставлении счетов в торговле, скорее всего, она будет использоваться и при выставлении счетов в финансовых транзакциях. Если она широко используется в финансовых транзакциях, то она, скорее всего, будет ведущей валютой в международной торговле. Если она используется в качестве ведущей валюты, то она, скорее всего, станет валютой, к которой будут привязывать свои валюты меньшие страны. И так далее. В данном случае нас интересует использование резервной валюты. Но статус резервной валюты неизбежно зависит от тех или иных способов использования международной валюты.

## 6. ОЦЕНКА

При оценке мы использовали ежегодные данные МВФ о совокупных авуарах центральных банков крупных валют. Данные по отдельным центральным банкам обычно недоступны, потому что большинство из них считают такую информацию высоко секретной.

11 Кругман (Krugman, 1984) показал возможность множественного равновесия при использовании международной валюты, развив некоторые неформальные идеи более ранних авторов, вроде Киндльбергера (Kindleberger, 1981), Маккиннона (McKinnon, 1979) и Свободы (Swoboda, 1969). Анализ проблемы на более высоком уровне абстракции см.: Matsuyama, Kiyotaki and Matsui (1993); Rey (2001).

*Основные результаты оценки*

Как видно из рис. 1 и 2, отношения между долями валюты и долями ВВП нелинейны.<sup>12</sup> Поэтому простые линейные отношения могут быть полезными в качестве отправной точки, хотя их и нельзя признать полностью достоверными. Результаты простой регрессии по отношению к обозначенным нами переменным показывают, что доля дохода играет важную положительную роль, а инфляция (выраженная как дифференциал по отношению к инфляции средней индустриальной страны) играет отрицательную роль, вызывая колебания курса. После включения в расчеты показателей оборота валютного рынка инфляция и колебания становятся значимыми и предсказуемыми. Дальнейшее уточнение с включением индикаторной переменной для ведущей страны обнаруживает положительное значение коэффициента; но поскольку США остаются ведущей страной на протяжении всего рассматриваемого периода, эта переменная сводится к фиксированному результату для США.

Кроме того, переменная инфляции может быть заменена тенденцией к долгосрочному обесцениванию (20-летние средние темпы изменения стоимости валюты по отношению к СДР). Ни в том, ни в другом случае переменная не является статистически значимой; и на самом деле очень немногие переменные представляются значимыми в этих случаях. Интересно, что коэффициенты по лаговой эндогенной переменной обнаруживают очень медленную корректировку (за один год корректировка составляет 4–10 % в долгосрочной перспективе).

Но, как уже было отмечено выше, нельзя забывать о нелинейности рассматриваемой проблемы. И хотя в этом случае большая часть качественных результатов остается неизменной, степень корректировки становится теперь немного более быстрой и составляет примерно 12 % в год. Изменения оказываются не слишком значительными, за исключением дохода и лаговой эндогенной переменной. Небольшое исследование показывает, что особое влияние на результаты имело введение японской иены (которая укреплялась на протяжении всего рассматриваемого периода, хотя и не стала играть серьезную международную роль, несмотря на прогнозы). Исключение данных по Японии позволяет осознать значение длительного обесценивания.

Некоторые исследователи справедливо отмечают, что в наших регрессиях присутствуют по крайней мере два спорных момента. Первый заключается в том, что текущий валютный курс оказывается, как оценочный член, в левой части уравнения, но в некоторых случаях появляется также и в правой. Второй заключается в том, что изменения нашей зависимой переменной не обязательно отражают «диверсификацию валют» в том смысле, что центральные банки физически продают одни валюты и покупают другие. На это можно ответить, что, согласно теории портфельного выбора, доли

12 В нашем случае неважно, как оценивается ВВП — по рыночным ставкам или с точки зрения паритета покупательной способности.

должны оцениваться по текущим валютным курсам. То, что валютный курс иногда входит в расчеты переменных в правой части, одновременно находясь слева, само по себе свидетельствует о том, что мы имеем дело с эконометрической проблемой эндогенности или одновременности. С одной стороны, если спецификация верна, то наличие валютного курса в обеих частях не обязательно означает «одновременное» искажение. С другой стороны, одновременный валютный курс не всегда появляется в правой части. Одни уравнения включают тенденцию к долгосрочному обесцениванию, где текущий валютный курс имеет решающее значение, а другие — нет. Кроме того, мы также пытались провести оценку по паритету покупательной способности. И здесь нет большой разницы. В будущем можно будет попытаться рассмотреть собственно валютные резервы в количественном отношении (возможно, здесь произойдут изменения), чтобы выяснить, производят ли банки диверсификацию.

#### *Проверка результатов на более позднем периоде (1999–2004)*

Мы выбрали одну из спецификаций, чтобы оценить достоверность моделей на временном отрезке, находящемся за пределами выборки. Более поздний период довольно короток и надежные данные доступны только по пяти годам. Поэтому мы не могли провести формальную проверку стабильности параметров за пределами выборки. Кроме того, принимая во внимание исчезновение марки, франка и других европейских валют, мы не могли спрогнозировать и уровни валютных долей евро и его конкурентов к дате его появления. С учетом этих обстоятельств наша проверка носит ограниченный характер. Мы проводим статическое моделирование данных *ex post*, чтобы увидеть, способны ли наши оценки параметров верно спрогнозировать направление изменения долей валюты после 1999 года. Мы используем оценки коэффициента, обладающие статистической значимостью во всех случаях, за исключением переменной оборота рынка иностранной валюты.

Результаты приведены на рис. 3 и 4. Они показывают, что модели оказываются достаточно достоверными. Значительная часть работы выполнена по лаговой эндогенной переменной. Но важным моментом является то, что наш подход верно прогнозирует направление изменения долей валюты после 1999 года: падение доллара и иены и рост евро и фунта.

Мы также проверили прогнозы за пределами выборки на основе спецификации, в которой долгосрочная тенденция к обесцениванию использовалась в качестве переменной нормы прибыли, а не темпов инфляции. Результаты по долям валюты согласуются с теми, что приведены на этих графиках.

#### *Проверка чувствительности*

Мы обладаем большой свободой в принятии решений относительно того, какие переменные лучше всего использовать в эмпирических специ-

Рисунок 3. Прогноз поведения доллара и евро

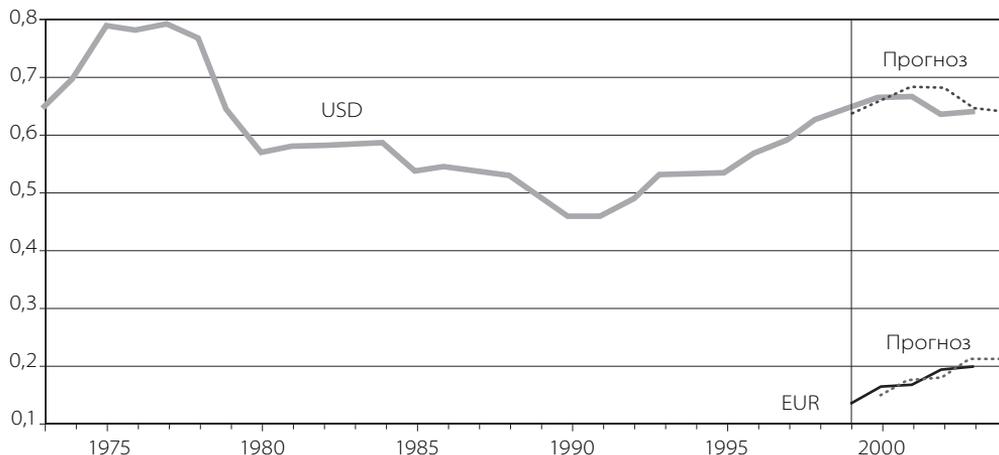
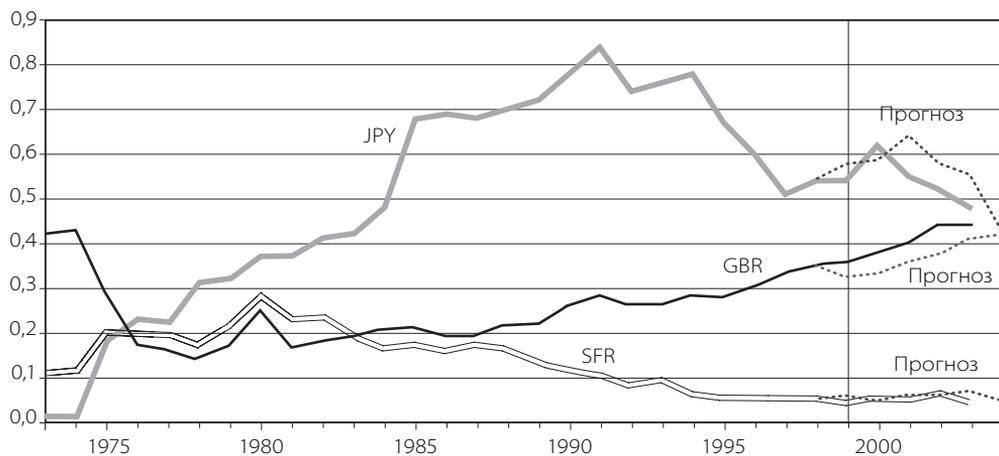


Рисунок 4. Прогноз поведения фунта, иены и швейцарского франка



фикациях. Мы расширили наше исследование, включив альтернативные переменные.

Прежде всего, мы попытались использовать другой критерий оценки экономического объема — торговлю вместо ВВП. Хотя значение коэффициента по экспорту почти не меняется, с другими переменными наблюдается иная картина. ВВП — более стандартный критерий для оценки объема в литературе по международным валютам, поэтому у нас нет никаких оснований для того, чтобы предпочесть альтернативную масштабную переменную.

Следующий вопрос касается сетевых экстерналий или эффекта совмещения. Зависит ли использование резервной валюты от других аспектов,

связанных со статусом международной валюты, — например, от количества валют, привязанных к ведущей валюте? Валютные резервы небольших стран, если они привязаны к ведущей валюте, скорее всего, будут состоять именно из нее. Мы добавили переменную доли валют в мире, привязанных к отдельной базовой валюте, в виде отношения ко всем привязанным валютам. (Одновременно мы отказались от нашей переменной оборота рынка иностранной валюты. Эта новая переменная, связанная со степенью «привязки», не была статистически значимой. На деле величина коэффициента оказалась отрицательной, так как французский франк имел по этому критерию высокие показатели и все же не был важной резервной валютой.

Нам также было интересно проверить тезис о том, что на использование резервной валюты может оказать негативное воздействие положение страны — чистого должника. На этот раз у нас не было надежных данных о чистых иностранных активах этих стран, поэтому мы использовали данные о совокупном текущем платежном балансе. Эти результаты обнаружили отсутствие статистически значимой связи между чистыми иностранными активами и использованием резервной валюты. И вновь коэффициент имел отрицательное значение, по-видимому, потому, что доля доллара в 1990-х годах оставалась весьма существенной, несмотря на превращение Соединенных Штатов из кредитора в должника.

Как уже было сказано, одной из ключевых детерминант является ликвидность финансового центра кандидата, которая оценивается по обороту рынка иностранной валюты. Мы попытались использовать другие критерии ликвидности и глубины финансовых рынков, выделив три основных: капитализация и общая стоимость торговли, выраженные в долях ВВП, а также оборот фондового рынка. Ни в одном из случаев переменные не обладают статистической значимостью.

Мы также рассмотрели критерий глубины рынков облигаций различных стран, но не нашли никакого подтверждения того, что она служит детерминантой использования резервной валюты.

## **7. ЭКСТРАПОЛЯЦИЯ НА БУДУЩЕЕ**

Цель проекта состоит в использовании оценки параметров для прогнозирования доли доллара, евро и других валют в грядущие десятилетия. Вероятнее всего, доллар еще долгое время будет серьезно опережать евро и других потенциальных претендентов. Но мы попытались выяснить, каковы вероятные сценарии развития событий на 20–30 лет вперед и какие переменные будут играть в них наиболее важную роль. Необходимо сразу сказать, что речь идет о довольно механическом моделировании. Здесь не учитывается взаимосвязь, скажем, между обесцениванием валюты и колебаниями курса. Мы даже не пытаемся спрогнозировать будущее развитие этих переменных. Кроме того, не нужно забывать, что эти модели построены на исторических данных, которые не являются ни точными, ни полностью устойчивыми.

*Возможные сценарии*

Если ни одна из объяснительных переменных в будущем не изменится, то для оценки долгосрочных долей валют не потребуются дополнительные данные. В этом случае доллар почти наверняка сохранит ведущее положение. Мы считаем такой сценарий вполне возможным, но не единственным.

В сценарии высокого евро решающую роль играет присоединение многих европейских стран к Европейскому валютному союзу до конца этого десятилетия. Речь идет, прежде всего, о десяти странах, которые вошли в ЕС в мае 2004 года (8 из них расположены в Центральной Европе). Возможно также присоединение трех других давних членов ЕС — Дании, Швеции и Великобритании. Вместе с этими странами ЕС опередит Соединенные Штаты в доходах и торговле. В этом случае реальной становится возможность того, что евро будет постепенно догонять доллар и в конечном итоге оспорит его ведущее положение. Вопрос о присоединении Британии по-прежнему остается ключевым, причем не только потому, что она — самое крупное из этих государств, но и потому, что она принесет с собой лондонские финансовые рынки. И хотя сегодня кажется, что Британия вряд ли присоединится к валютному союзу в течение ближайших десяти лет, ситуация может и измениться.

У нас также была возможность для того, чтобы поэкспериментировать с различными предположениями насчет других объяснительных переменных. Реальный рост в Европе на протяжении нескольких лет был медленнее, чем в Соединенных Штатах, вследствие более медленного прироста населения. Если эта тенденция в росте сохранится, то это скажется на использовании валюты. Валютная политика Соединенных Штатов в первой половине текущего десятилетия была не такой жесткой, как политика Европейского центрального банка. Возможно, Федеральной резервной системе в конечном итоге придется монетизировать растущий государственный долг Америки, а валютный курс может подвергнуться серьезным колебаниям в ответ на нынешний дефицит платежного баланса или неприятности на Ближнем Востоке. Имеет смысл рассмотреть несколько различных сценариев.

*Результаты моделирования*

Чтобы сосредоточить внимание на динамике двух ключевых резервных валют, нам необходимо было ограничить анализ долларом и евро. Мы использовали спецификацию для двух валют, опираясь на данные, полученные нами из регрессий для семи валют. В частности, мы продолжили преобразовывать долевою переменную с использованием логарифмической функции. Ограничение спецификации двумя валютами оказалось полезным из-за 1) трудности моделирования валютных резервов с долями менее 10 % и 2) возможности введения дополнительных ограничений.

Мы рассмотрели четыре сценария, основанных на альтернативных предположениях об относительной величине еврозоны и Соединенных Штатов.

В первом случае десять стран, вошедших в ЕС, присоединяются к Европейскому валютному союзу в 2010 году, а США переживают некоторый рост относительно мирового дохода, увеличивая свою долю на 2 % более чем за 30 лет. Во втором случае США сохраняют устойчивую долю своего мирового дохода, а еврозона вырастает за счет десяти новых стран-членов.<sup>13</sup> В третьем случае недавно вступившие в ЕС страны присоединяются к валютному союзу в 2010 году, а Швеция и Дания — в 2015 году. Наконец, в четвертом случае в 2020 году в валютный союз вступает Британия.<sup>14</sup>

Для каждого из этих случаев мы рассматриваем четыре возможности снижения курса валюты: сценарий А связан с обесцениванием валют (по отношению к СДР) в том же темпе, что и в период с 1990 по 2004 год; в результате, обесценивание оказывается нулевым. В сценарии В валютный курс сохраняется на уровне 2004 года. В сценарии С рассматривается возможность дальнейшего снижения курса валюты в рамках 20-летней тенденции (за точку отсчета берется конец 2004 года). Наконец, в сценарии D рассматривается сохранение тенденций, наблюдавшихся в 2001–2004 годах, когда доллар обесценивался на 3,6 % в год, а евро рос на 4,6 %. Некоторые сценарии ведут к эрозии положения доллара как ведущей мировой резервной валюты. Вкратце: если Британия присоединится к Европейскому валютному союзу (случай 4), евро станет ведущей валютой. Если валютные тенденции недавнего прошлого сохранятся (сценарий D), евро в скором времени — к 2019 году — станет ведущей международной валютой.

В остальных случаях доллар сохраняет лидерство, хотя степень его влияния зависит от посылок, лежащих в основе сценария, и темпов снижения курса валюты: американский доллар будет удерживать лидерство на уровне 30–35 %. В случае с лидерством евро его позиции могут варьироваться от 10 % (сценарий без вступления Британии, Швеции или Дании, сильного американского роста и быстрого снижения курса доллара в сочетании с ростом евро) до 65 % (вступление Британии, быстрое снижение курса доллара и рост евро). На рис. 5–8 показана смоделированная динамика резервов в долларах и евро (она выражена здесь в долях суммарных резервов в долларах и евро). Рис. 7 иллюстрирует ситуацию, когда еврозона состоит из 12 старых членов валютного союза и присоединившихся новых стран (с 2010 года); валютные курсы остаются на уровне 2004 года, а доллар сохраняет свое преобладание. На рис. 8 приведен сценарий, когда Швеция и Дания присоединяются к еврозоне в 2015 году, а валюты продолжают обесцениваться или дорожать в рамках 20-летней тенденции с конца 2004 года. Здесь доллар,

13 Мы исходим из осторожного предположения, касающегося только 10 новых членов ЕС. Сегодня планируется расширение еврозоны до 15 членов в 2006 году и 18 в 2007 году.

14 Как заметил Тэд Трумен, когда и если Британия присоединится к еврозоне, соотношение несколько изменится из-за списывания резервов в евро. Так, объем долларовых резервов останется неизменным (числитель), но объем доллар+евро (знаменатель) сократится. Так, доля доллара после введения евро в 1999 году выросла вследствие списания в странах еврозоны резервов в дойчмарках.

несмотря на некоторое ослабление, все же сохраняет свое преобладание. Доминирование евро наступает (к 2023 году), когда валюты сохраняют тенденции, наблюдавшиеся в 2001–2004 годах (падение курса доллара на 3,6 % в год; рост евро на 4,6 % в год).

Евро приобретает подавляющее господство в случае, если Британия присоединяется к еврозоне и происходит быстрое снижение курса доллара в течение длительного времени. В этом случае смена ведущих резервных валют произойдет в 2020 году: в конечном итоге на евро будет приходиться более 80 % суммарных резервов в долларах и евро.

Рисунок 5. Сценарий В, модель «без Британии, Швеции, Дании» и без дальнейшего снижения валютного курса после 2004 г.

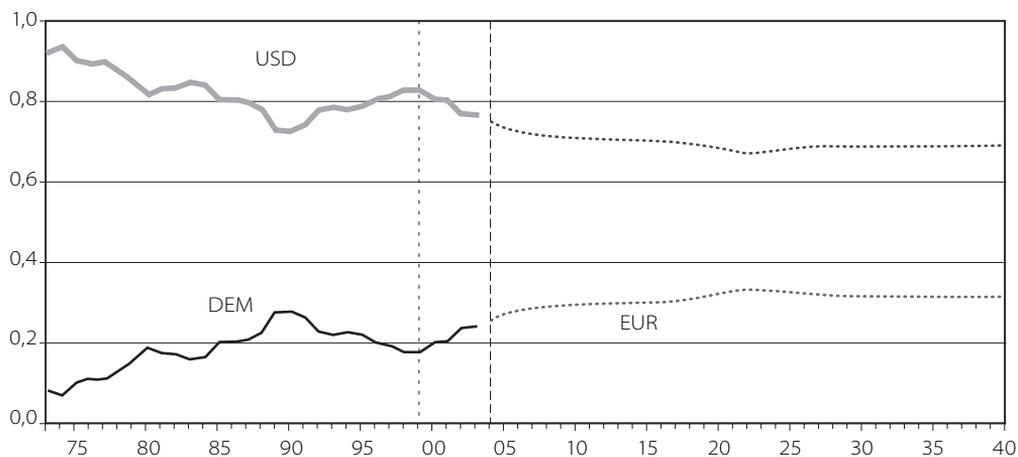


Рисунок 6. Сценарий С, модель «без Британии» и с 20-летней тенденцией к снижению курса валюты

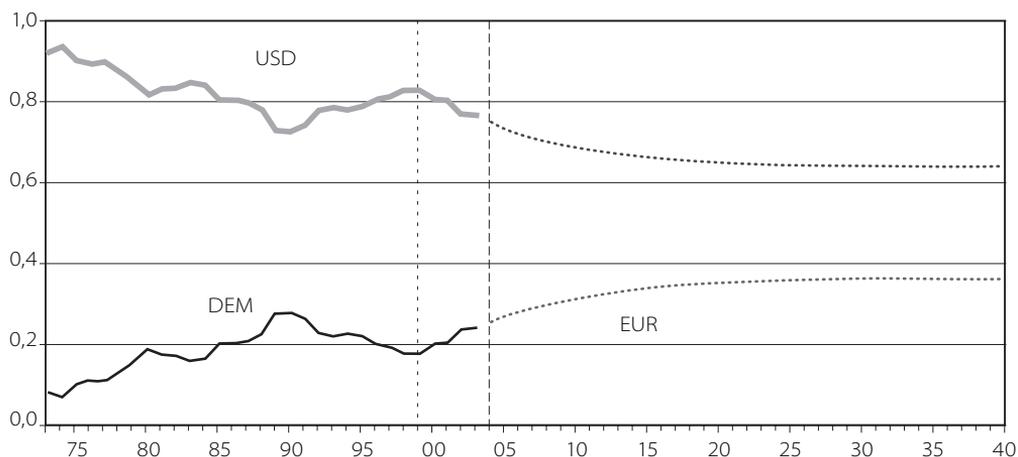


Рисунок 7. Сценарий D, модель «без Британии, Швеции, Дании» и с дальнейшим снижением курса валюты на уровне 2001–2004 гг.

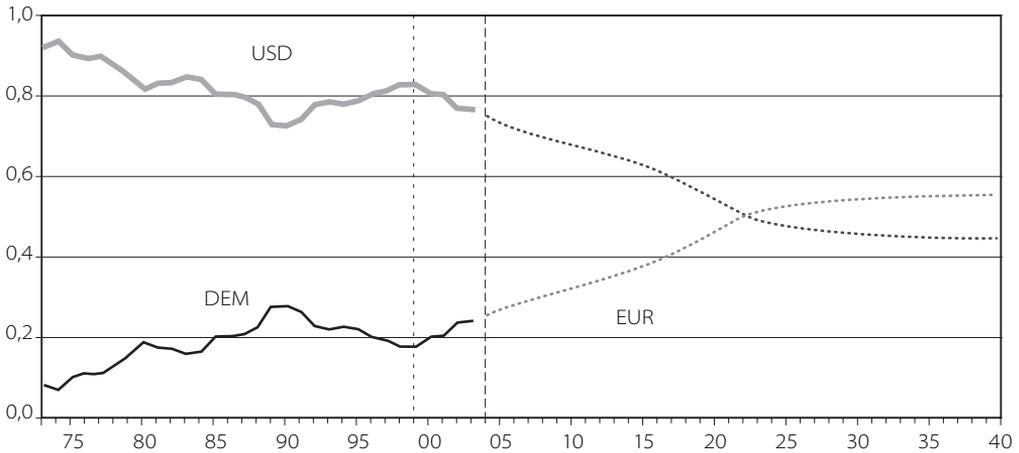
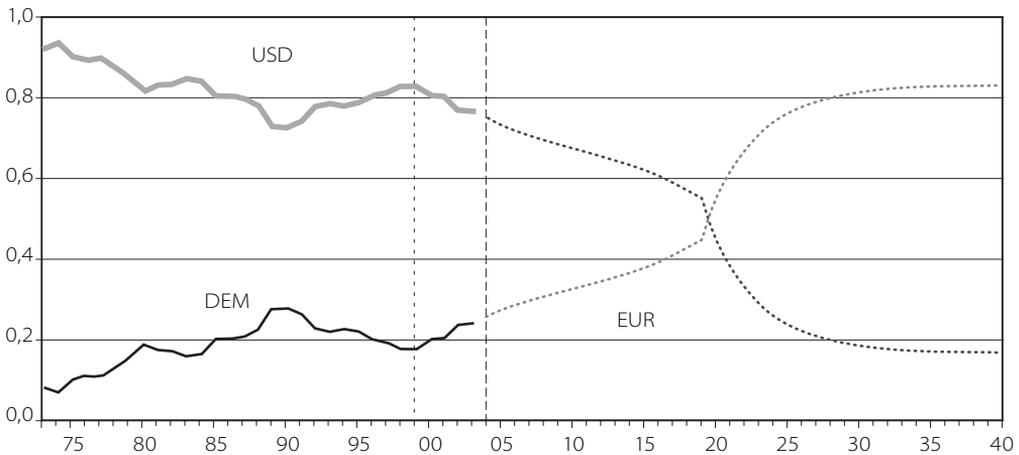


Рисунок 8. Сценарий D, модель «с Британией» и с дальнейшим снижением курса валюты на уровне 2001–2004 гг.



## ВЫВОДЫ

Главным результатом исследования являются прогнозы по сценариям, при которых евро может стать в будущем конкурентом доллара или даже превзойти его, став ведущей международной резервной валютой. Решающую роль здесь играют, по-видимому, два момента: 1) присоединение других членов ЕС в еврозону, которое позволит превзойти экономику США, и, в частности, присоединения Британии с ее крупными финансовыми рынками; 2) утрата доверия к американской валюте вследствие непрекращаю-

щихся инфляции и обесценивания. Основная ценность проведенного исследования заключается в оценке того, насколько быстрым должно быть укрепление евро, чтобы эта валюта смогла бросить вызов доллару в качестве международной резервной валюты. Мы выяснили, что если все 13 членов ЕС, которые в настоящее время не являются членами Европейского валютного союза, присоединятся к нему к 2020 году, включая Британию, евро через какое-то время удастся догнать доллар. Мы также выяснили, что даже если некоторые из этих стран не присоединятся к валютному союзу, сохранение недавней тенденции к обесцениванию доллара, независимо от вызвавших его причин, может привести к указанному результату еще быстрее.

Небольшой откат евро в середине 2005 года вызвал некоторое разочарование у энтузиастов «новой» валюты. Но, согласно большинству оценок устойчивости и регулирования платежного баланса США, в будущем произойдет существенное обесценивание доллара. Наши результаты показывают, что такое обесценивание доллара не обойдется без потерь и может привести к таким же глубоким последствиям для функционирования международной валютной системы, как и преобладание доллара в качестве международной валюты в сочетании с привилегией легкого финансирования американского дефицита.

*Сокращенный перевод с английского Артема Смирнова*

## Литература

- Alquist, Ron and Menzie Chinn, 2002, «The Euro and the Productivity Puzzle: An Alternative Interpretation», *NBER Working Paper No. 8824* (March).
- Aliber, Robert, 1966, *The Future of the Dollar as an International Currency*, Frederick Praeger, Publishers, New York.
- Alogoskoufis, George and Richard Portes, 1992, «European Monetary Union and International Currencies in a Tripolar World», in Matthew Canzoneri, Vittorio Grilli and Paul Masson (eds), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 273–302.
- Bank of England, 1992, «The Foreign Exchange Market in London», in *Quarterly Bulletin* 32, no. 4, Nov., 408–417.
- Bank for International Settlements, 1995, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1995: Preliminary Global Findings*, Monetary and Economic Department, Basle, October.
- Bank for International Settlements, 2001, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*.
- Bank for International Settlements, 2005, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, March.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2000, «A new database on financial development and structure», *Policy Research Paper No. 2147* (Washington, D. C.: World Bank).
- Bergsten, C. Fred, 1975, *The Dilemmas of the Dollar*, New York Univ. Press, New York.
- Bergsten, C. Fred, 1997, «The Dollar and the Euro», *Foreign Affairs*, July/August, 83–95.
- Bishop, Graham, 2000, «1Q 2000: The Maturing Euro Bond Market», Salomon Smith Barney, 14 April.
- Black, Stanley, 1985, «International Money and International Monetary Arrangements», Chapter 22 in *Handbook of International Economics*, edited by Ron Jones and Peter Kenen, Elsevier Science Publishers.
- Black, Stanley, 1989, «Transactions Costs and Vehicle Currencies», *Journal of International Money and Finance* 10 (4), Dec: 512–26.

- Boughton, James, 2001, «Northwest of Suez: The 1956 Crisis and the IMF», *IMF Staff Papers* 48, no. 3, 425.
- Broz, Lawrence, 1997, *The International Origins of the Federal Reserve System*, Cornell Univ. Press: Ithaca.
- Chinn, Menzie, 1999, «Memo on the Determinants of Central Bank Euro Holdings», [http://www2.ucsc.edu/people/chinn/EUROMEM3a\\_rev.pdf](http://www2.ucsc.edu/people/chinn/EUROMEM3a_rev.pdf).
- Cohen, Benjamin J., 1971, *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan: London.
- De Long, J. Bradford DeLong and Barry Eichengreen, 2002, «Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration» in Jeffrey Frankel and Peter Orszag, eds., *American Economic Policy in the 1990s*, MIT Press, Cambridge MA.
- Detken, Carsten, and Philippe Hartmann, 2000, «The Euro and International Capital Markets», *International Finance* 3, no. 1, 53–94.
- Detken, Carsten, and Philippe Hartmann, 2002, «Features of the Euro's Role in International Financial Markets», *Economic Policy* 35, Fall, 555–597.
- Devereux, Michael, and Shouyong Shi, 2005, «Vehicle Currency», June, UBC.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2003, «An Essay on the Revived Bretton Woods System», *NBER Working Paper* No. 9971.
- Dooley, Michael, J. Saul Lizondo, and Donald Mathieson, 1989, «The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves», *IMF Staff Papers* 36, no. 2, June, 385–434.
- Dornbusch, Rudiger, 1989, «The Dollar in the 1990s: Competitiveness and the Challenge of New Economic Blocs», in *Monetary Policy Issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 245–273.
- Eichengreen, Barry, 1992, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919–39*, Oxford U. Press, NY.
- Eichengreen, Barry, 2005, «Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition», *NBER Working Paper* No. 11336, May.
- Eichengreen, Barry, and Jeffrey Frankel, 1996, «The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System» in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, edited by Michael Mussa, James Boughton, and Peter Isard, International Monetary Fund, 1996.
- Eichengreen, Barry, and Donald Mathieson, 2000, «The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect», IMF Working Paper wp/00/131, Washington DC. Revised version in *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, edited by Charles Wyplosz, Oxford University Press, 2001.
- European Central Bank, 2003, *Review of the International Role of the Euro*, December.
- Frankel, Jeffrey, 1992. «On the Dollar», In *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, MacMillan Press Reference Books, London.
- Frankel, Jeffrey, 1993. «Is Japan Creating a Yen Bloc in East Asia and the Pacific?» in *Regionalism and Rivalry: Japan and the U.S. in Pacific Asia*, edited by Jeffrey Frankel and Miles Kahler, University of Chicago Press, Chicago, 53–85.
- Frankel, Jeffrey, 1995. «Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar», *Foreign Affairs*, 74, no. 4, July/August, 9–16.
- Frankel, Jeffrey, 2004, «How the US Government Flubbed Its Opportunity to Exercise Global Economic Leadership», in *The International Economy*, XVIII, no. 2, Spring.
- Frankel, Jeffrey and Nouriel Roubini, 2003, «The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises», in *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, edited by Martin Feldstein, 2003.
- Frankel, Jeffrey, and Shang-Jin Wei, 1994. «Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies», in *Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, NBER — *East Asia Seminar on Economics*, Volume 3, Takatoshi Ito and Anne Krueger, editors, University of Chicago Press.
- Frenkel, Jacob, 1980, «The Demand for International Reserves under Pegged and Flexible Exchange Rate Regimes and Aspects of the Economics of Managed Float», in D. Bigman and T. Taya, eds. *The Functioning of Floating Exchange Rates: Theory, Evidence and Policy Implications*, Ballinger, Cambridge, 169–195.
- Frieden, Jeffry, «The Political Economy of The Euro as an International Currency». In *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, edited by Robert Mundell and Armand Clesse. Boston: Kluwer Academic Publ., 2000.
- Gaspar, Vitor, and Philipp Hartmann, 2005, «The Euro and Money Markets: Lessons for European Financial Integration» In *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* edited by Adam Posen (Institute for International Economics: Washington).

- Gladwell, Malcolm, 2000, *The Tipping Point: How Little Things Can Make a Big Difference*, Little, Brown: Boston.
- Goldstein, Morris, 2004, «Adjusting China's Exchange Rate Policies», paper presented at the International Monetary Fund's seminar on China's Foreign Exchange System, Dalian, China, May 26-27, 2004; Wp 04-1, Institute for International Economics.
- Hale, David, 1995, «A Yen for Change: Why the Yen as a Reserve Currency is Not Far-fetched», *The International Economy*, May/June.
- Hale, David, 1999, «Will Europe's New Currency Threaten the US Dollar and Marginalize Japan's Yen?» Zurich Group.
- Hartmann, Philipp, 1998, «The Currency Denomination of World Trade after European Monetary Union», *Journal of the Japanese and International Economies*, 12, 424-454.
- Heller, H. Robert and Mohsin Khan, 1978, «The Demand for Reserves under Fixed and Floating Exchange Rates», *IMF Staff Papers* 25, 623-649.
- International Monetary Fund, 2003, «Revised IMF Annual Report, data on official foreign exchange reserves», press release no. 03/196, Washington DC.
- Kenen, Peter, 1960, «International Liquidity and the Balance of Payments of a Reserve Currency Country», *Quarterly Journal of Economics* 74, 572-86.
- Kenen, Peter, 1983, *The Role of the Dollar as an International Currency*, Occasional Papers No. 13, Group of Thirty, NY.
- Kennedy, Paul, 1989, *Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000*.
- Kindleberger, Charles, 1950, *The Dollar Shortage*, New York: Wiley and MIT Press.
- Kindleberger, Charles P., 1981, *International Money*, George Allen & Unwin, London.
- Kindleberger, Charles, 1995, «Dollar Darkness», *The International Economy*, May/June 1995.
- Krugman, Paul, «The International Role of the Dollar: Theory and Prospect», in *Exchange Rate Theory and Practice*, edited by John Bilson and Richard Marston, Chicago: University of Chicago Press, 1984, 261-78.
- Kunz, Diane, 1995, «The Fall of the Dollar Order: The World the United States is Losing», *Foreign Affairs* 74, no. 4, July/August, pp. 22-25.
- Lindert, Peter, 1969, *Key Currencies and Gold: 1900-1913*, *Princeton Studies in International Finance*, No. 24, August.
- Matsuyama, Kiminori; Nobuhiro Kiyotaki and Akihiko Matsui. 1993. «Toward A Theory of International Currency», *Review of Economic Studies* 60, April: 283-307.
- McKinnon, Ronald, 1969, «Private and Official International Money: The Case for the Dollar», *Essays in International Finance*, No. 74, Princeton University, April.
- McKinnon, Ronald, 1979, *Money in International Exchange*, Oxford University Press, New York.
- Nurkse, Ragnar, 1944, *International Currency Experience*, Geneva: League of Nations.
- Portes, Richard, and Helene Rey, 1998, «The Emergence of the Euro as an International Currency», *NBER Working Paper* No. 6424, February.
- Rey, Helene, 2001, «International Trade and Currency Exchange», *Review of Economic Studies* 68, no. 2 April, 443-464.
- Rey, Helene, 2005, «The Impact of a Five Year Old Euro on Financial Markets», in *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* edited by Adam Posen (Institute for International Economics: Washington), pp. 111-116.
- Schelling, Thomas, 1978, *Micromotives and Macrobehavior*, W.W. Norton.
- Swoboda, Alexander, 1969, «Vehicle Currencies in the Foreign Exchange Market: The Case of the Dollar», in R. Ailiber, ed., *The International Market for Foreign Exchange*, Praeger, New York.
- Tavlas, George, 1993, «The Deutsche Mark as an International Currency», in Dilip Das, ed., *International Finance: Contemporary Issues*, Routledge, London, 566-579.
- Tavlas, George, and Yuzuru Ozeki, 1992, *The Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, IMF Occasional Paper No. 90. International Monetary Fund: Washington, D. C.
- Triffin, Robert, 1960, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven.