

Роковой изъян денежной системы

Джон Джудис

Экономисты знают роковой изъян в нашей международной денежной системе, но не могут договориться о том, как его исправить.

Джон Джудис – старший редактор журнала New Republic и приглашенный научный сотрудник Фонда Карнеги за международный мир.

В последние месяцы много говорят о сложных и запутанных финансовых инструментах и механизмах, которые подорвали мировую экономику. Все они – от обеспеченных закладными ценных бумаг и до кредитных дефолтных свопов – поставили международную валютную систему в тяжелое положение.

Десятилетиями Соединенные Штаты полагались на замысловатый финансовый механизм, увязывавший их экономику с экономикой Китая и Японии. Эта неформальная система позволяла азиатским странам сохранять огромное активное сальдо баланса торговли с Соединенными Штатами, а США при этом имели возможность иметь огромный дефицит бюджета, не повышая процентных ставок или налогов, и огромный дефицит внешнеторгового баланса без резкой девальвации своей валюты. Немалое число банкиров, зарубежных экономистов и высокопоставленных чиновников, таких, как председатель Федеральной резервной системы США Бен Бернанке, считают, что эта неформальная система способствовала нынешнему финансовому кризису. Хуже того, они опасаются, что ее разрушение может превратить надвигающийся спад в нечто подобное глобальной депрессии 1930-х годов.

Бреттон-Вудская валютная система в своем первом варианте зародилась на конференции, проведенной в курортном отеле в штате Нью-Хэмпшир в июле 1944 года. Ведущие британские и американские экономисты сочли, что распад международной валютной системы в начале 1930-х годов послужил одной из причин затяги-



В 1944 году на Валютно-финансовой конференции ООН в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Хэмпшир, было решено, что в качестве общепринятой мировой валюты на смену британскому фунту стерлингов придет доллар

вания Великой депрессии и одним из факторов, приведших к началу Второй мировой войны, и преисполнились решимости создать более стабильный механизм, при котором в качестве общепринятой мировой валюты на смену британскому фунту стерлингов придет доллар.

Доллар стал общепринятым международным средством обращения и универсальной резервной валютой. Если у какой-либо страны накапливалось больше долларов, чем она могла реально использовать, у нее всегда была возможность обменять их у США на золото. Но поскольку Соединенные Штаты последовательно поддерживали в торговом балансе большой профицит, другие страны всегда должны были иметь свободные доллары на покупку американских товаров, и золотому запасу США поначалу ничего не угрожало.

Бреттон-Вудская система дала трещину в годы Вьетнамской войны, когда Соединенные Штаты направляли за границу миллиарды долларов на финансирование войны и имели внешнеторговый дефицит, а внутри страны дефицитное финансирование в условиях перегретой экономики порождало инфляцию. Другие страны начали

пытаться обменивать доллары с их завышенным курсом на немецкие марки, а Франция и Великобритания готовились реализовать свои долларовые излишки в Форт-Ноксе, где хранится золотой запас США. В ответ президент Ричард Никсон сначала закрыл «золотое окно», а затем потребовал, чтобы Западная Европа и Япония согласились на новые обменные курсы, при которых доллар стоил бы меньше в золотом эквиваленте, а иена и немецкая марка – больше по отношению к доллару. При этом американский экспорт должен был стать дешевле, а японский и западногерманский – дороже, что смягчило бы торговый дисбаланс и стабилизировало доллар.

Введя временный тариф, Никсон сумел заставить эти страны повысить паритет своих валют, но ему не удалось создать новую систему стабильных обменных курсов. Вместо этого курсы валют начали колебаться. А когда в конце 1970-х стремительно выросла инфляция, система, все еще полагавшаяся на доллар как на универсальную валюту, оказалась готовой взорваться и привести к соперничеству валютных режимов.

БРЕТТОН-ВУДС 2

Именно тогда начал складываться новый валютный механизм. Экономисты часто называют его «Бреттон-Вудс 2», но он не был установлен на какой-либо конференции или путем совместной договоренности между ведущими экономическими державами мира. Он сформировался на основе серии отдельных решений, принятых сначала Соединенными Штатами, Японией и Саудовской Аравией, а позднее – Соединенными Штатами и другими азиатскими странами, в частности, Китаем.

Система «Бреттон-Вудс 2» оформилась в первый срок президентства Рональда Рейгана. Для борьбы с инфляцией тогдашний председатель Федеральной резервной системы Пол Волкер поднял процентные ставки выше 20 процентов. Это породило глубокую рецессию (осенью 1982 года безработица превысила 10 процентов) и крупный дефицит бюджета, поскольку правительственные расходы росли быстрее, чем налоговые поступления. Курс доллара также возрос, так как другие страны пользовались высокими процентными ставками в США. Это поставило под удар американский экспорт, и дефицит американской внешней торговли вырос еще сильнее, поскольку американцы начали ввозить из-за рубежа товары по заниженным ценам, а иностранцы уклонялись от покупки подорожавших американских товаров. Администрация Рейгана оказалась в заведомо проигрыш-

ной ситуации: если сокращать внешнеторговый дефицит путем уменьшения бюджетного дефицита, замедлится экономический рост, а если попробовать стимулировать экономику, увеличив дефицит, придется сохранять высокие процентные ставки, чтобы продать достаточный объем долга Министерства финансов, что также подавляло бы рост. Но тут на помощь пришла Япония, наряду с Саудовской Аравией и другими странами ОПЕК (Организации стран-экспортеров нефти).

В конце Второй мировой войны Япония приняла стратегию экономического роста, приносившую в жертву внутреннее потребление ради накопления излишков, инвестируемых в экспортные отрасли – первоначально трудоемкие, такие, как текстильная промышленность, а затем и в капиталоемкие – такие, как автомобили и сталь. Такой экспортно-ориентированный подход облегчался в 1960-е годы заниженным курсом иены, но после краха Бреттон-Вудской системы Японии стал угрожать подешевевший доллар. Чтобы сохранить высокий уровень экспорта, Япония преднамеренно удерживала курс иены на низком уровне, тщательно контролируя расход долларов, которые текли в страну благодаря положительному балансу в торговле с США. Вместо того, чтобы тратить эти деньги на покупку товаров, или вкладывать их в экономику, или обменивать на иены, Япония начала возвращать их в Соединенные Штаты, приобретая компании, недвижимость, но в первую очередь – государственный долг.

Эти инвестиции в краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные казначейские обязательства США – в сочетании с аналогичными покупками, осуществлявшимися Саудовской Аравией и другими нефтедобывающими странами, которым нужно было куда-то пристроить свои нефтедоллары – облегчили экономические трудности Соединенных Штатов. Благодаря японским покупкам Америке не приходилось ни поддерживать высокие процентные ставки, чтобы привлекать покупателей к ценным бумагам Министерства финансов, ни повышать налоги ради сокращения дефицита. Историкам неизвестно ни о какой прямой договоренности между японскими и американскими руководителями о том, что Токио будет финансировать американский дефицит или что Вашингтон позволит Японии поддерживать низкий курс иены и высокое активное сальдо во внешней торговле. Однако неофициальная сделка, блестяще описанная в книге Р. Таггарта Мерфи «Вес иены», стала краеугольным камнем нового международного экономического порядка.

За последние 20 лет базовая структура «Бреттон-Вудс 2» сохранилась, но в игру вступили новые игроки. Как рассказывает в своей книге «Восстановление глобальных финансов» обозреватель газеты Financial Times Мартин Вулф, азиатские страны во главе с Китаем в середине 1990-х годов после финансовых кризисов, разоривших континент, перешли на свой собственный вариант японской стратегии экспортно-ориентированного роста. В своей торговле с США они поддерживали положительный баланс. Но вместо того, чтобы обменивать доллары на собственную валюту или инвестировать их внутри страны, они, подобно японцам, закупали на них казначейские векселя США и другие активы в долларовом исчислении. Это поддерживало стоимость их валют на низком уровне по отношению к доллару и закрепляло активное сальдо внешней торговли – главный источник долларов. К июню 2008 года Китай держал 500 млрд. долларов казначейских долговых обязательств Америки, уступая в этом отношении только Японии. Восточноазиатские центральные банки превратились в своеобразный Форт-Нокс в период после Бреттон-Вудской системы.

Плюсы и минусы

До недавних пор эта сделка приносила Соединенным Штатам одни выгоды: возможность отказа от повышения налогов, наращивание богатства на верхних ступенях доходной лестницы, сохранение доллара в качестве международной валюты. Без системы «Бреттон-Вудс 2» трудно себе представить, как США могли бы вести войны в Ираке и Афганистане, одновременно снижая налоги. Со своей стороны, Китай и другие азиатские страны почти десятилетие сумели продержаться без финансовых кризисов. А мировая экономика выигрывала благодаря низким операционным издержкам и относительной стабильности цен при наличии единой валюты, которую разные страны могли использовать для продажи и покупки товаров.

Но у системы «Бреттон-Вудс 2» были и свои минусы. Та или иная страна в принципе могла бы шантажировать Соединенные Штаты, угрожая потребовать обмена своих долларов на золото. С другой стороны, если бы такая страна, как Китай, действительно начала избавляться от долларов, она поставила бы под удар свое



Образцы иностранной валюты демонстрируются на слушаниях в Сенате США в 1945 году

собственное финансовое положение, а не только позиции Америки. Однако экономисты Брэд Сетсер и Нуриэль Рубини утверждают, что даже неявная угроза сброса долларов – или отказа их приобретать – могла бы ограничить для США свободу маневра за рубежом. «Возможность пошатнуть рынок приказом о продаже, может быть, и не дает Китаю права вето в американской внешней политике, но уж точно повышает негативные последствия для США любой политики, против которой возражает Китай», – пишут они.

В Японии, Китае и других азиатских странах выгодная сделка тоже имела свою обратную сторону. Излишки долларов, вырученных от торговли с Соединенными Штатами, не шли на повышение уровня жизни, а запасались в форме ценных бумаг Министерства финансов США. Мартин Вулф пишет: «В Китае примерно 800 миллионов бедняков, но страна сейчас потребляет меньше половины ВВП (валового внутреннего продукта) и экспортирует капитал в остальные страны мира».

В данный момент еще тревожнее то, что «Бреттон-Вудс 2» способствовал нынешнему финансовому кризису, поддерживая низкие процентные ставки, которые породили жилищный «пузырь». Вот как это было: в 2001 году Соединенные Штаты пережили мягкую рецессию, во многом вследствие избыточных мощностей в телекоммуникационной и компьютерной индустрии. Эта рецессия могла бы быть гораздо более острой, но поскольку иностранцы были готовы покупать казначейские долговые обязательства США, администрации Буша удавалось сокращать налоги и увеличивать расходы даже при том, что Федеральная резервная система снизила кредитные ставки до одного процента. В последующие четыре года экономика едва сумела восстановиться. Бизнесы, которым все еще не давали покоя избыточные мощности, по-прежнему инвестировали неохотно. Вместо этого они погашали долги, скупали собственные акции и придерживали капиталы. Банки и другие финансовые учреждения, побаивающиеся фондового рынка со времен краха «дот-комов», стали вкладывать средства в обеспеченные закладными ценные бумаги и другие деривативы.

Некоторое оздоровление экономики стимулировалось ростом потребительских расходов. Реальная заработная плата фактически упала, но потребители все чаще

стали влезать в долги, тратя больше, чем зарабатывали. Воодушевленные низкими процентными ставками наряду с новыми субстандартными кредитными операциями, потребители расхватывали дома, что способствовало росту цен на жилье. «Эффект богатства», создаваемый этими скупками жилья, еще более укрепил потребительский спрос и привел к жилищному «пузырю». Когда цены на жилье пошли вниз, пузырь лопнул, и потребительский спрос вместе с корпоративными инвестициями иссякли. Финансовая паника не только быстро распространилась с обеспеченных закладными ценных бумаг на другие виды деривативов, но и перекинулась из США в другие страны, главным образом европейские, которые ранее приобрели эти американские финансовые продукты.

Но это еще не все. Поскольку в Америке перестал расти спрос на китайский экспорт, начала страдать китайская экономика. Китаю предстояло практически пережить рецессию, отголоски которой распространились по всей Азии. И что еще важнее для Соединенных Штатов – Китай остался без долларового излишка, который мог бы поддержать рынок казначейских долговых обязательств США.

НЕОБХОДИМЫЕ КОРРЕКТИВЫ

Последствия могли быть еще тяжелее. В прошлом страны, испытывающие рецессию, могли рассчитывать на то, что их экспорт и инвестиции будут подхвачены государствами с растущей экономикой. На сей раз приходится уповать на то, что экономический рост в Азии, особенно в Китае, сдержит рецессию в США и Европе. Китай зависит от экспорта в США, а США зависят от капитала из Китая. Если эти особые экономические отношения прервутся (что, похоже, и происходит), это может привести к глобальной рецессии, грозящей перепасти в депрессию впервые с 1930-х годов.

Политикам надо осознать, что хотя «Бреттон-Вудс 2» не опирается на международную договоренность, он не является и «свободно-рыночной» системой с плавающими курсами валют. Скорее он обеспечивает определенную политикой, проводимой отдельными странами. Соединенные Штаты смирились с большим дефицитом торгового баланса – и его последствиями для американской рабочей силы – в обмен на иностранное финансирование нашего бюджетного дефицита. Азия же согласилась на более низкий уровень жизни в обмен на экспортно-ориентированный рост и снижение риска валютных кризисов.

Китай, Япония и другие азиатские страны – либо самостоятельно, либо с подачи администрации Обамы – также должны будут сыграть свою роль. Китай, возможно, уже начал это делать, объявив осенью прошлого года о плане стимулирования государственных инвестиций в жилищное строительство, транспорт и инфраструктуру на общую сумму 586 млрд. долларов. Если Китай вложит свое активное сальдо внешней торговли обратно в экономику, это увеличит спрос на импортные товары и усилит давление на юань, уменьшив китайский профицит в торговле с Западом.

Подобная корректировка, при которой Соединенные Штаты обязуются сокращать свой дефицит внешне-торгового баланса, а Китай, Япония и другие азиатские страны отказываются от экспортно-ориентированной стратегии роста, – это именно то, за что выступают многие американские политики. В то же время все шире распространяется убежденность (особенно в Европе) в том, что, помимо этих мер, ведущие экономики мира должны договориться о новой международной валютной системе – или хотя бы коренным образом реформировать существующую. Британский премьер-министр Гордон Браун недвусмысленно призвал к «новому Бреттон-Вудсу – построению новой международной финансовой архитектуры на годы вперед». Браун предлагает укрепить Международный валютный фонд, превратив его в «систему раннего предупреждения и механизм предотвращения кризисов для всего мира». Он также высказывается за то, чтобы эта или новая организация отслеживала трансграничные финансовые операции.

Во всяком случае роль доллара должна быть скорректирована. Может быть, эпоха доллара еще не миновала, но особые условия, в которых он царствовал на протяжении последних десятилетий, разбиваются о камни нынешней рецессии и финансового кризиса. Изначальная Бреттон-Вудская система была плодом конкретной договоренности и заложила основу для стабильного роста. Новое Бреттон-Вудское соглашение будет во многом зависеть от того, какие пути выберет для себя международное сообщество. ■

Статья представляет собой отрывок из одноименной публикации в журнале New Republic от 3 декабря 2008 года. © 2008 The New Republic LLC.

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.