

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЕ СТРУКТУРИРОВАНИЕ ГЛОБАЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

INSTITUTIONAL FRAMEWORK FOR GLOBAL LIQUIDITY AND DEVELOPMENT PROSPECTS

A. Hasanli

Summary. Among the current calls for reforming the international monetary architecture, the reorganization of global reserves and liquidity systems is gaining importance. At the historical stages of the development of the global economic system, various fundamental changes were observed both in the global reserve system and in the liquidity system. The modern global liquidity system, the main contours of which were formed along with the Bretton Woods system, has undergone a number of fundamental changes over the past 50 years. The expansion of international capital flows, the formation of various cooperation frameworks at the macro and regional levels, and the accelerated development of financial markets have expanded the role of various components in providing global liquidity. In the process of the current institutional structuring of the global liquidity system, the current functionality and future prospects of Special Drawing Rights, designed as an international reserve asset, play a special role. The article analyzes the design features of Special Drawing Rights and issues of increasing their promising role in the process of institutional structuring of the global liquidity system against the background of existing functionality problems.

Keywords: borrowing rights, global liquidity, global reserve system, international monetary architecture, economic system.

Гасанлы Азер Расим оглы

*Диссертант, НИИ «Экономические реформы»
при Министерстве Экономики Азербайджанской
Республики (г. Баку)
azarhasanli@outlook.com*

Аннотация. В ряду современных призывов реформирования международной валютной архитектуры большое значение приобретает реорганизация систем глобальных резервов и ликвидности. На исторических этапах развития глобальной экономической системы различные фундаментальные изменения наблюдались как в глобальной резервной системе, так и в системе ликвидности. Современная система глобальной ликвидности, основные контуры которой формировался вместе с Бреттон-Вудской системой, за последние 50 лет претерпела ряд основательных изменений. Расширение международного движения потоков капитала, образование различных рамок сотрудничества на макро- и региональном уровнях, ускоренное развитие финансовых рынков расширили роль различных компонентов в обеспечении глобальной ликвидности. В процессе нынешнего институционального структурирования системы глобальной ликвидности особую роль играют действующая функциональность и будущие перспективы Специальных Прав Заимствования, проектированных как международный резервный актив. В статье анализируются конструктивные особенности Специальных Прав Заимствования и вопросы повышения их перспективной роли в процессе институционального структурирования системы глобальной ликвидности на фоне существующих проблем функциональности.

Ключевые слова: права заимствования, глобальная ликвидность, глобальная резервная система, международная валютная архитектура, экономическая система.

Введение

В ходе развития Международной валютной архитектуры (МВА) одним из проблемных вопросов было формирование устойчивых систем ликвидности и резервов. В частности, на этапах становления мировой экономики за последние два столетия проблемы, исходящие из системы глобальной ликвидности, сыграли главную роль в возникновении крупномасштабной нестабильности. В целом в экономической литературе известны разные взгляды на значения, которые вбирает в себя термин «глобальная ликвидность». В аспекте системы международных отношений, глобальная ликвидность отражает наличие финансовых ресурсов для приобретения товаров и активов. В процессе исторического развития МВА глобальная

ликвидность в течение долгого времени характеризовалась как узкая денежная масса, эмитированная центральными банками, а также совокупность международных резервов ведущих стран. Однако расширение потока капитала, начиная с 1970-х годов, а также развитие финансовой системы значительно расширили сферу охвата этого понятия. В последние годы для измерения глобальной ликвидности широко используются крупные агрегаты денежных масс, а также масштаб кредитных потоков. Во время начавшегося в 2008 году глобального финансового кризиса, расширились масштабы колебаний в банковской системе, в частности, ввиду значительной доли предоставляемых этими институтами международных кредитов в системе глобальной ликвидности — практика использования кредитного фактора в исследованиях глобальной ликвидности.

Становление фактора СПЗ в обеспечении глобальной ликвидности. Режимы обменного курса, применяющиеся в XIX–XX веках — эпоху золотых и золото-девизных стандартов, наряду с резким инфляционным и дефляционным давлением на национальном уровне, создавали волатильность во внешнем секторе. В тоже время неспособность обеспечить адекватную глобальную ликвидность для фаз циклического развития и кризиса мировой экономики, вызывала постоянную волатильность цен на золото, которое в этот период играло роль международных резервных активов, а также в курсе доминирующей валюты — фунта стерлингов.

К концу Второй Мировой войны новый мировой экономический порядок, приобретающий свои основные очертания, также обуславливал реформы системного значения в МВА. В Бреттон-Вудской системе, возникшей на фоне этих реформ, доллар США уже стал гегемонистской мировой валютой, а так же, главным носителем глобальной ликвидности. Фаза быстрого развития мировой экономики в 1950–60-х годах выявила фундаментальные недостатки Бреттон-Вудской системы. Так, ускорение экономического роста в Европе и Японии усилило желание центральных банков этих стран перевести свои долларовые запасы в золото. В 1957–1968 годы же золотые резервы США сократились более чем вдвое [6]. В 1959 году монетарные резервы золота США были равны их совокупным внешним долларovým обязательствам. Однако, уже в 1964 году официальные долларовые обязательства иностранных монетарных органов превышали золотовалютные резервы США.

В соответствии с особенностями структуры Бреттон-Вудской системы, расширение предложения активов, выраженных в долларах США для поддержания золотого паритета, уже стало неизбежной политической необходимостью для других стран. Опыт показывает, что на данном этапе особенности внутренней экономической политики США, а также специфичность глобальных экономических условий еще больше увеличили масштаб инвестиций в эту страну. Это, неизбежно вело к еще большему нарушению равновесия в текущем балансе США, и вызывало другую проблему — затруднения в определении границ обеспечения глобальной ликвидности для поддержания золотодолларового паритета.

С другой стороны, недооценка долларového эквивалента золота на ранних этапах формирования Бреттон-Вудской системы, в том числе проблемы с поставкой золота в международном масштабе, ограничивали возможности финансирования растущих масштабов глобальной торговли. Растущий дефицит текущего счета в США, также предполагал и риск подрыва доверия к доллару США в других странах. Американский

экономист Роберт Триффин считал, что ужесточение денежной политики со стороны США будет чревато дефляцией в глобальном масштабе. Другими словами, построение резервным эмитентом механизма создания ликвидности на текущем дефиците страны вело к росту ликвидных обязательств страны и снижению доверия к нему других стран.

Другим недостатком Бреттон-Вудской системы было асимметричное распределение волатильности внешнего сектора по внешнему сектору. В действительности это не было новой проблемой, присущей именно Бреттон-Вудской системе. Поскольку на этапе золотого стандарта золото играло роль международного резервного актива и валюты были привязаны к золоту, границы глобальной ликвидности в рамках именно этих паритетов были ограничены золотыми резервами. Формальная функциональность механизма потока золота между странами была способна в некоторой степени ограничивать асимметричное распределение волатильности внешней торговли. Однако на Бреттон-Вудском этапе, в частности, несмотря на формальную привязку доллара США к золоту, его де-факто преобразование в международную резервную валюту также вело и к фактическому расширению глобальной ликвидности и увеличению внешней торговой волатильности. В этом отношении пробелы в международном регулировании вынудили профицитные страны взять на себя ответственность по проблеме дефицита текущего счета эмитента мировой валюты — США. С другой стороны, основные очертания внутренней экономической политики и в самих Соединенных Штатах в определенном смысле направлялись согласно характеристикам глобальной резервной системы.

Однако уже во второй половине 1960-х годов между ведущими странами предметом обсуждений стал вопрос о том, насколько долго доллар США сможет нести функцию международной резервной валюты. В марте 1968 года членами «Лондонского золотого пула» с целью застраховать международные резервы от давления высоких цен на золото была сформирована система двойного ценообразования. Этим соглашением проводилась грань между монетарными золотыми резервами центральных банков и ценами на золото, которое покупалось и продавалось на свободных рынках как обычный товар. Таким образом, эти страны могли бы поддерживать стабильность валютных курсов, и не продавать для получения прибыли монетарные золотые резервы другим странам на рынках золота.

Со второй половины 1960-х годов стали распространяться различные инициативы по созданию альтернативных международных резервных валют. К примеру, американский экономист Роберт Триффин вновь пред-

лагал (об этом первые говорил Джон Мейнард Кейнс еще на Бреттон-Вудской конференции в 1945 году), возложить на Международный валютный фонд (МВФ) функции мирового центрального банка и эмиссию международной резервной валюты под названием «банкор». Другой американский экономист, Эдуард Бернштейн, выступил с мыслью сформировать общий фонд из национальных валют каждой из стран G10 и создать эквивалентную золоту резервную валюту под названием Сложная Резервная Единица [1]. На самом деле, принятые позже СПЗ были заложены в основе этого плана. Однако на начальном этапе формирования французы считали приемлемой организацию такой резервной валюты среди ведущих экономик вне системы МВФ. Англичане же предполагали создание взаимного валютного счета путем консолидации валютных запасов стран с торговым профицитом.

Предложение о создании СПЗ было принято еще в 1967 году в ходе дискуссий G10, а в июле 1969 года МВФ, после внесенных в устав фонда поправок, официально получил статус резервной валюты. Первоначальная эмиссия СПЗ состоялась в январе 1970 года, в период разногласий между США и европейскими странами касательно масштабов эмиссии. США предлагали эмиссию в объеме 4 млрд. СПЗ ежегодно 5 лет подряд, в то время как европейские страны считали целесообразным только 2.5 млрд. СПЗ в год за 3-летний период эмиссии [8]. В итоге объем распределения первичных СПЗ составил 9.3 млрд. СПЗ были разработаны не как валюта, а как кредитная линия, которая может быть предоставлена государствам-членам только в случае необходимости.

СПЗ в призме глобальной ликвидности: международная резервная валюта или актив?

В 1969 году, когда впервые были представлены СПЗ, они, в первую очередь, были направлены на устранение недостатков глобальной резервной системы того периода, в частности, на ограничение проблем платежного баланса США путем снижения спроса на активы, выраженные в долларах США, и, косвенно, волатильности внешнего сектора МВА, в том числе на погашение растущих потребностей мировой экономики в ликвидности. Однако, в последующих процессах наблюдалось существенное снижение ареала использования СПЗ и спроса на него, как на международный резервный актив. Начиная с 1970 года, доля СПЗ в глобальных резервных запасах составляла в среднем около 3%. Объем размещения СПЗ в 1970–1972 годах равнялся 9.5% мировых незолотых резервов за тот период. После распределения СПЗ в 1979–1981 годах, накануне мирового финансового кризиса, объем СПЗ охватывал около 0.5% мировых не-

золотых резервов. Размещения же 2009 года увеличили долю ресурсов СПЗ в мировых недолларовых резервах примерно до 5%.

Однако функциональность СПЗ в глобальной резервной системе всегда была предметом серьезных дискуссий. СПЗ, созданные, по сути, как международная резервная валюта, эту функцию никогда не выполняли. Данный парадокс может объясняться несколькими факторами. Во-первых, СПЗ по своей структуре являются не валютой, а резервным активом [4]. Так, СПЗ хоть и выполняют заместительную функцию для других валют, но в тоже время валютой не являются. СПЗ не эмитируются МВФ и, поэтому, не представляют собой обязательства перед МВФ. Кроме того, СПЗ также выступают как обязательство и актив для государств-членов. Так, с одной стороны, государства-члены выплачивают проценты за размещение СПЗ, а с другой стороны, получают процентные платежи за ресурсы СПЗ в квотных долях [3].

СПЗ в настоящее время больше выполняют две функции — расчетной единицы и кредитной линии между государствами-членами. Другими словами, государства-члены МВФ могут при необходимости привлекать ресурсы в других валютах в обмен на СПЗ в объеме собственных резервных квот. Это означает, что СПЗ в функциональном понимании является активом, который обеспечивает выход к более свободно используемым валютам. В таком случае, особенно повышается спрос на ведущие свободно обратимые валюты, что не считается приемлемым для стран-эмитентов этих валют. Потому что распределение СПЗ означает эмиссию валют, входящих в эту корзину. Однако удовлетворение неопределенного спроса на валюты, эмитированные соответствующими центральными банками, не является выбором рациональной политики. Риски, исходящие из дилеммы Триффина, оказывают ограничивающее влияние на эти центральные банки. Мы считаем, что именно такая конструктивная особенность является одним из основных препятствий на пути преобразования СПЗ в международную резервную валюту.

В техническом отношении в связи с СПЗ фактически следует различать 3 понятия. Эти различия на самом деле появляются в рамках попыток соотнести функции денег, имеющих место в экономической литературе, к СПЗ. Первым понятием является официальный актив СПЗ, на который в общем случае наиболее часто ссылаются и, которым независимо от имеющейся на тот момент макроэкономической ситуации, могут безоговорочно пользоваться все государства-члены. Целью формирования этого актива являлось удовлетворение долгосрочных потребностей глобальной ликвидности. Официальные резервы СПЗ не формируются за счет

профицита платежного баланса государств-членов, и к тому же отражают не долговые обязательства стран, а их возможности использования свободно обратимых валют.

Два других термина чаще используются для описания функциональных назначений СПЗ. Первый из них — это ресурс СПЗ, который больше используется для выражения стоимости активов, представленных на финансовых рынках СПЗ. Этот актив имеет рациональное и ограничивающее риск значение для сторон-участников международных расчетов. Однако, расходы на хеджирование и транзакции вследствие использования СПЗ, особенно в развивающихся странах с серьезными структурными проблемами, связанными с ликвидностью и глубиной развития финансовых рынков, довольно высоки, что ограничивает возможности их использования. Последнее понятие СПЗ используется больше в отношении функциональности расчетной единицы этого актива. После краха золотого стандарта этот СПЗ актив использовался рядом международных организаций как расчетная единица, а некоторыми странами — как курсовой якорь. Ряд оценок показывает, что колебания цен на товары, выраженные в СПЗ, на 7–15% меньше, чем переведенные в доллары США [2]. Это позволяет уменьшить разницу в ценах в импортных и экспортных операциях, снизить резкую торговую волатильность, вызванную колебаниями курса, и более гибко управлять валютными рисками для фирм. В целом, наращивание расчетной и обменной функциональности СПЗ, несмотря на текущие ограничения, способствует более стабильной работе капитального и торгового потоков, в том числе снижению зависимости единственного эмитента резервной валюты в мировой экономике от экономико-политической позиции страны.

Роль и перспективы СПЗ в существующей системе глобальной ликвидности

Параллельно с расширением обеспечения глобальной ликвидности одной из основных тем обсуждений являются границы, в пределах которых будет находиться будущая функциональность СПЗ. Несмотря на глобальный характер мандата, использование СПЗ, в частности на постбреттон-вудском этапе, было крайне ограниченным. Эта ограниченность связана как с функциональностью самого СПЗ в качестве резервного актива, так и с существенными задержками при отражении изменений глобальной экономической системы. Объем рынка операций, проводимых с СПЗ, так же достаточно невелик. Так, до настоящего времени максимальный предел использования СПЗ (*net drawing*) составил 16 млрд., что составляет малую часть глобальных резервов [7].

В настоящее время к основным призывам в этом направлении можно отнести еще большее расширение размещения СПЗ, стимулирование его использования в качестве международной резервной валюты, а также определение выхода стран к СПЗ, в зависимости от уровня выполнения ими обязательств по международной системе многостороннего контроля. Исходя из нынешней глобальной экономической конъюнктуры, СПЗ могут принести пользу главным образом в трех направлениях:

- ◆ совершенствование механизмов внешнего регулирования;
- ◆ устранение официальных ограничений по обеспечению ликвидности посредством ГСФБ;
- ◆ нейтрализация систематических побочных действий, вызванных накоплением крупномасштабных валютных резервов.

До настоящего времени осуществлено размещение всего трех СПЗ. Первые два из них были небольшими по масштабу. С целью предотвращения глобальной рецессии в апреле 2009 года в ходе саммита G20 был согласован пакет стимулирования на общую сумму 1.1 трлн. \$, обеспечение СПЗ стран-членов со стороны МВФ на 161.2 млрд. (250 млрд. \$). Здесь интересен тот факт, что долгое время после размещения первых двух СПЗ в этом направлении не осуществлялась какая-либо деятельность. Этот фактор может объясняться отсутствием необходимости в поддержке «якорей» курса при наличии плавающих курсов на постбреттон-вудском этапе. Вторым же фактором был риск того, что эмиссия новых активов, к примеру, СПЗ, приведет к глобальной инфляции, так как, начиная с 1980 года регулирование инфляции в глобальном масштабе было одной из главных задач основателей денежной политики. Однако стоит отметить, что за самым крупным распределением СПЗ, состоявшимся в 2009 году, последовала только краткосрочная инфляция, а в долгосрочный период это влияние было незначительным.

В 1970-х годах поступали определенные предложения по преобразованию СПЗ в замещающий счет с целью повышения его роли в обеспечении глобальной ликвидности, однако, они не оправдали себя в тот период. Согласно этому плану, страны, передав свои резервы долларов США в МВФ, могли получать взамен ресурсы, выраженные в СПЗ. Однако, в таком случае, на практике валютный риск стран с избыточными резервами долларов США передается другим членам МВФ, что неприемлемо для этих стран. После глобального финансового кризиса это предложение было вновь выдвинуто с некоторыми изменениями. Новый вариант предусматривает взамен обязательств, выраженных СПЗ, накопление внешних валютных резервов на счете, управляемом МВФ, и, таким образом, формирование

долгосрочных требований в отношении стран-эмитентов резервной валюты [13]. С другой стороны, страны, нуждающиеся в валютных интервенциях, могут приобрести необходимые им средства, путем перевода на замещающий счет или продажи своих СПЗ ресурсов. На последнем же этапе этого плана преследуется цель объединения ресурсов на замещающем счете с общими ресурсами МВФ и, таким образом, предоставления МВФ возможности регулирования спроса различных центральных банков на иностранную валюту. Создание такого механизма под контролем МВФ хоть и дает возможность расширить ареал использования СПЗ, а также более эффективно перейти к мультивалютной системе, но, все же, несет в себе серьезный валютный риск и асимметричное распределение этого риска.

Другой проблемой, исходящей из распределения такого резервного актива является моральный риск. Так, предоставление доступа к свободно обратимым валютам без дополнительных условий, к примеру, СПЗ, может привести, в частности, к нарушению макроэкономической дисциплины в развивающихся странах, более неустойчивому осуществлению политики курса. Опыт, следующий за последним распределением СПЗ, также показывает, что страны с фискальным дефицитом или волатильностью текущего счета более склонны к продаже ресурсов СПЗ. Кроме того, рост размещений СПЗ создаст почву для увеличения спроса на ведущие валюты, что, в свою очередь, приведет к волатильности во внешнем секторе для стран-эмитентов этой валюты.

Повышение эффективности использования СПЗ обуславливает более целесообразное распределение этих активов. Так, в ходе первого размещения между 1970–72 годами страны с высоким доходом владели 74% общих ресурсов СПЗ, на страны со средним доходом приходилось 16%, а на страны с низким доходом — приходилось 10%. Во время второго распределения СПЗ в 1979–81 годах это соотношение составляло 67%-23%-10% соответственно. При последнем распределении СПЗ около 60% новых ресурсов СПЗ приходилось на долю ведущих экономик. Однако, в тот период экономики у этих стран не было необходимости в высокоуровневых резервах для устранения дисбалансов внешнего сектора. Напротив, страны со средним уровнем дохода с высоким спросом на резервную валюту владели приблизительно 30% размещений СПЗ, что было значительно меньше их потребностей. Для исключения такого недостатка были выдвинуты различные инициативы, например, направить 80% размещений СПЗ развивающимся странам, а 20% — развитым экономикам, или учитывать при размещении СПЗ призывы глобального развития. Согласно второму подходу, неиспользуемые государствами-членами ресурсы СПЗ переводятся в многосторонние банки развития и, таким образом,

осуществляется финансирование их деятельности в направлении решения глобальных проблем [9].

Другая проблема, связанная с эмиссией международной резервной валюты, исходит из собственного формата МВФ. Так, одной из причин получения долларом или евро статуса международной валюты является экономическая мощь страны/группы стран, являющихся их эмитентами. Однако, такая экономическая мощь, на примере МВФ, в институционализированной форме формально не существует. Отсутствие централизованного фискального управления затрудняет возможность перехода к системе, опирающейся на СПЗ. К тому же, разнообразие политических интересов стран-членов в рамках МВФ препятствует адекватной последовательности размещения СПЗ на фоне потребностей мировой экономики в ликвидности.

Заключение

Реорганизация систем глобальных резервов и ликвидности на современном этапе занимает важное место в ряду основных задач реформирования, стоящих перед МВА. Расширение различных инициатив в направлении формирования мультивалютной резервной системы, а также появление различных компонентов при обеспечении глобальной ликвидности, таких как валютные своп-операции и региональные механизмы финансирования, ограничивают функциональность МВФ, как международного резервного актива.

На нынешнем уровне потребностей в глобальной ликвидности размещение СПЗ могут быть выгодным по нескольким направлениям. Во-первых, использование ресурсов СПЗ требует меньше затрат сравнительно заимствования в нормальных условиях на финансовых рынках или накопления странами внешних валютных резервов. Во-вторых, ресурсы СПЗ предоставляют государствам быстрый доступ к ликвидным ресурсам без образования дополнительного долгового бремени. И в конечном итоге, размещение СПЗ раскрывает широкие возможности для оживления международного монетарного сотрудничества, понижения уровня и длительности волатильности платежного баланса.

В рамках расширения возможностей использования СПЗ в качестве международного резервного актива, в первую очередь обязательно более полное отражение составом валютной корзины СПЗ переменчивой картины экономической мощи мировой экономики. Этот процесс в соответствии с изменениями в глобальной резервной системе может расширить роль СПЗ как надежного международного резервного актива в новой мультивалютной резервной системе. Это может стимулировать использование странами различных программ финанси-

рования МВФ, одновременно выступающего в качестве эмитента СПЗ и, таким образом, усилить влияние упомянутой структуры на процессы в мировой экономике.

Расширение использования СПЗ, как расчетной единицы, может привести и к расширению его функций обмена, и как следствие этого, к дальнейшему увеличению возможностей ликвидности, прямо выраженных в СПЗ.

Юридические гарантии на повышение обменной функциональности СПЗ, развитие клиринговые механизмов и сегментов финансового рынка, в частности ликвидных рынков, заключающих сделки с СПЗ, необходимо. Кроме того, очередными направлениями реформ являются расширение использования СПЗ в расчетах и торговых сделках между частными субъектами, в том числе адаптация финансовых технологий к тренду развития.

ЛИТЕРАТУРА

1. Bordo, M. The Operation and Demise of the Bretton Woods System: 1958 to 1971 // Hoover Institution, Economic Working Papers No. 16116, February 2017.
2. IMF. Enhancing International Monetary Stability — A Role for the SDR? // IMF Policy Paper, January 2011.
3. IMF. Proposal for a General Allocation of Special Drawing Rights // IMF Policy Paper, July 2021.
4. IMF. Reserve Accumulation and International Monetary Stability // IMF Policy Paper, April 2010.
5. Kindleberger, C; Aliber, Z.R. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. New York: Palgrave Macmillan, 2011 [1978].
6. Ocampo, J.A. Resetting International Monetary (Non) System, Oxford University Press, 2017.
7. Ocampo, J.A. The Provision of Global Liquidity: The Global Reserve System // WIDER Working Paper 2014/141, October 2014.
8. Solomon, R. The International Monetary System 1945–1981, New York: Harper and Row, 1982.
9. United Nations. Report of the Commission of Experts Convened of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System (Stiglitz Commission), United Nations, New York, September 2009.

© Гасанлы Азер Расим оглы (azarhasanli@outlook.com).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»



г. Баку