

© 2014 г.

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук

старший научный сотрудник Института экономики РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

СОВРЕМЕННАЯ МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЕ РАЗВИТИЯ

В статье предпринята попытка сформулировать концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы, которые определяют правила ее функционирования и межгосударственного регулирования, с учетом уроков мирового финансово-экономического кризиса.

Ключевые слова: мировая валютная система, многовалютный стандарт, наднациональная мировая валюта, золото, режим валютного курса, международный валютный фонд, мировой валютно-финансовый кризис, региональные валюты.

Текущее состояние и перспективы развития мировой валютной системы сегодня являются предметом активного обсуждения. Многие эксперты высказывают мнение, что в ближайшие годы ее ожидают серьезные изменения. Их движущим фактором является нарастающее несоответствие конфигурации современной валютной системы, сформировавшейся в основных чертах в середине прошлого века и базирующейся на долларе США как ключевой валюте, новой расстановке сил в мировом хозяйстве. С одной стороны, США вследствие хронических проблем в экономике, прежде всего так называемого «двойного дефицита» платежного баланса и федерального бюджета, в настоящее время располагают лишь ограниченными возможностями поддерживать лидирующие позиции доллара в мировой валютной системе. Одним из последствий этого стала, в частности, происходившая в последние годы быстрая девальвация доллара, которая заметно затруднила его использование в качестве резервной и расчетной валюты. С другой стороны, в глобальной экономике появились новые крупные игроки, прежде всего страны Азии, чьи валюты значительно окрепли, однако на глобальном уровне пока практически не представлены.

Насколько важна проблема резервной валюты? Точнее, проблема выполнения долларом этой роли и его устойчивости в качестве резервной валюты? При ответе на этот вопрос многие зарубежные исследователи отмечают, что сам по себе статус «международной валюты» оказывает меньшее воздействие на реальную экономику страны, чем обменный курс валюты. Проблема доллара как резервной валюты не стала бы столь злободневной в последние годы, если бы не ее непосредственная связь с усилением международных платеж-

ных дисбалансов – ростом дефицита платежного баланса США, с одной стороны, и увеличением положительного сальдо балансов многих других стран, особенно стран Азии и стран-экспортеров нефти, – с другой. Устойчивость такой ситуации целиком определяется готовностью центральных банков, в частности азиатских, накапливать свои резервы в форме активов США и тем самым финансировать дефицит этой страны. Мировой финансовый кризис, спровоцированный кризисом финансовой системы США, еще больше обострил проблему долларовой господства и поставил под вопрос устойчивость лидирующих позиций доллара. Возможные пути и механизмы перестройки мировой валютной системы на мультивалютный стандарт, а также перспективы доллара США как резервной валюты рассматриваются ниже.

Мировые деньги как основной элемент валютной системы

Мировая валютная система в своем развитии прошла несколько последовательных этапов. Каждый из них характеризовался рядом отличительных особенностей и, в первую очередь, преобладавшей на протяжении этапа формой мировых денег – активов, использовавшихся для обслуживания международных экономических отношений в качестве признанного, в том числе на официальном уровне, средства платежа, меры стоимости и средства накопления. На разных этапах существования валютной системы функции мировых денег выполняли золото, а также национальные валюты ряда ведущих западных стран. Такие валюты получили название резервных, поскольку главным образом именно в них государства хранят свои валютные накопления. Помимо этого, резервные валюты широко применяются для установления стоимости и оплаты внешнеторговых контрактов, в них номинируется основная масса мировых финансовых активов, они выступают инструментом валютных интервенций и «якорем» денежно-кредитной и курсовой политики многих стран (табл. 1).

Таблица 1

Экономические функции резервных валют

Функция	Частный сектор	Государственный сектор
Средство обращения	Валюта платежа в международных контрактах	Инструмент валютных интервенций
Мера стоимости	Валюта цены в международных контрактах	Номинальный якорь денежно-кредитной политики
Средство сбережения	Валюта номинала финансовых активов	Валюта размещения официальных резервов

Источник: Составлено автором по данным центральных банков.

История резервных валют – это прежде всего история крупнейших мировых держав. Завоевание страной ведущих позиций в глобальном производстве, международной торговле и финансовом секторе, как правило, создавало надежную основу для возвышения ее национальной валюты, и наоборот – утрата государством экономического лидерства рано или поздно сопровождалась потерей валютной гегемонии. Еще одним важнейшим фактором выдвигания валют на роль мировых денег, как показывает история международной валютной системы, всегда выступала активная внешняя политика их государств, направленная на достижение доминирующего положения в валютной сфере. Эта политика могла включать самые разные меры экономического и политического характера, в том числе активное кредитование иностранных государств и компаний с целью формирования за рубежом валюты страны-кредитора, содействие международной экспансии национальных банков, оказание прямого политического давления на другие страны с целью принуждения их к более активному использованию своей валюты.

Высокая заинтересованность государств в достижении валютного превосходства определяется значительными преимуществами, которые обеспечивает стране резервный статус ее валюты. К ним относятся, прежде всего, возможность покрытия дефицита платежного баланса национальной валютой, заметное укрепление международных конкурентных позиций производителей и финансовых институтов страны-эмитента, масштабное увеличение притока иностранного капитала в национальную экономику. Превосходство в валютной сфере дает и существенные политические дивиденды, поскольку другие страны, использующие резервную валюту во внешнем и внутреннем обороте, оказываются в определенной степени зависящими от стабильности этой валюты и, соответственно, благополучия выпускающего ее государства. Это, безусловно, способствует повышению их лояльности по отношению к стране-эмитенту резервной валюты, нередко заставляя их двигаться в фарватере ее международной политики. Этим преимуществом сегодня, в частности, активно пользуются США, для которых доминирование доллара США на глобальном рынке является не менее, если не более значимым орудием отстаивания своих геополитических и экономических интересов, чем накопленный военный потенциал.

Становление доллара США как ведущей мировой валюты

Ключевой валютой в международном обороте уже более 60 лет является доллар США. Американская валюта проделала достаточно долгий и сложный путь к завоеванию лидирующих позиций, постепенно вытеснив с них золото и некоторые национальные валюты, доминировавшие на начальных

этапах развития мировой валютной системы. Так, золото было признано основной формой мировых денег в ходе первой межгосударственной валютной конференции, состоявшейся в Париже в 1867 г. Учитывая, однако, объективную ограниченность запасов монетарного золота, темпы прироста которых заметно отставали от динамики мировой торговли и рынков капитала, для осуществления международных расчетов и формирования резервов активно использовались векселя и другие платежные инструменты, выписанные в валютах ряда ведущих государств. Особенно велика была роль английского фунта стерлингов, в котором во второй половине XIX в. проводились от 60 до 90% платежей в международной торговле и номинировалась большая часть мировых финансовых активов. Доля фунта в резервах центральных банков к концу XIX в. вдвое превышала сумму резервов во французских франках и немецких марках и более чем в 10 раз – долю доллара США (рис. 1).

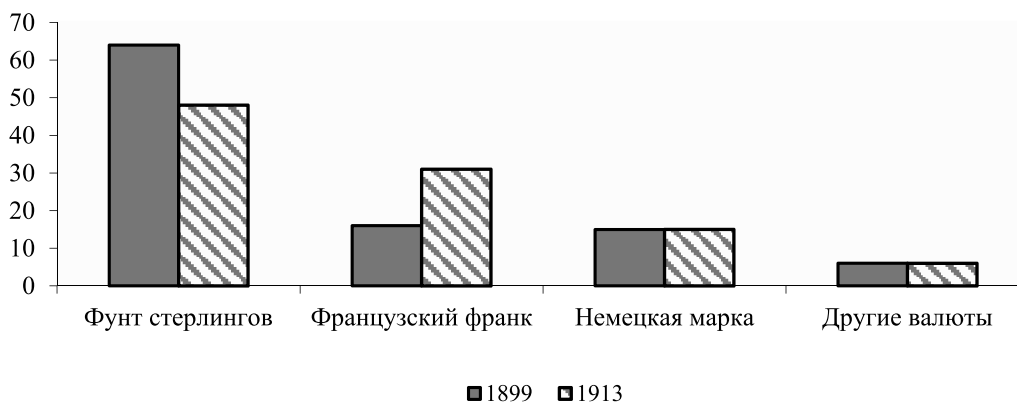


Рис. 1. Доля национальных валют в официальных валютных резервах, 1899 и 1913 гг., %

Источник: Составлено по данным Национального бюро экономических исследований США.

Доминирующее положение Британской империи в валютной сфере в конце XIX – начале XX вв. определялось, в первую очередь, центральным значением, которое Лондон занимал в этот период в международной торговле, операциях с золотом и капиталами. Лидерство фунта не поколебало даже то обстоятельство, что уже в 1880-е гг. США опередили Великобританию по размеру ВВП. Надежность английской валюты, чье золотое содержание оставалось неизменным в течение 100 лет (с 1815 по 1914 гг.), высокий авторитет британских банкирских домов, через которые финансировалась большая часть международных торговых и инвестиционных сделок, обеспечивали фунту стерлингов главенствующие позиции в валютной сфере вплоть до начала Первой мировой войны. Фактически, английская валюта являлась в это время полноценной альтернативой резервному активу – золоту.

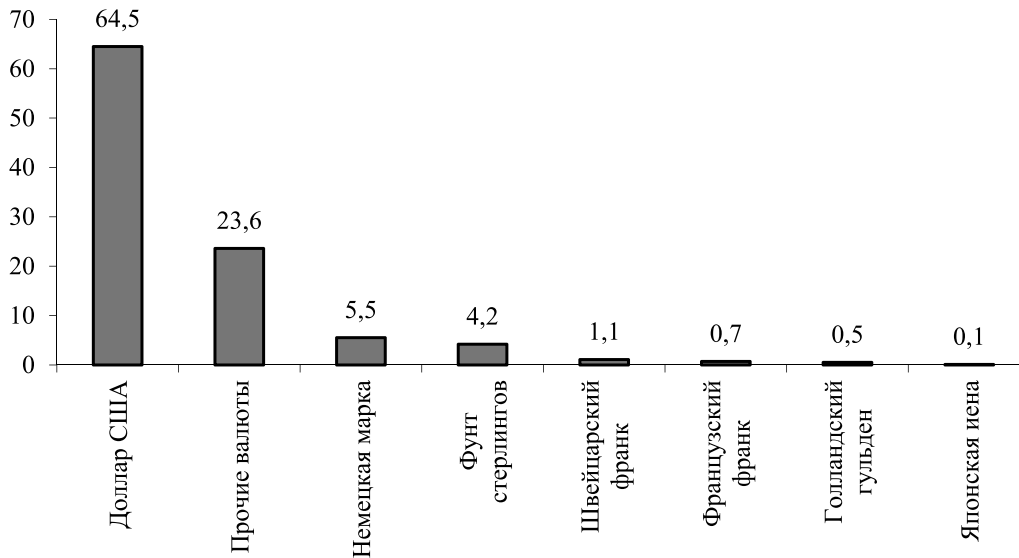


Рис. 2. Доля доллара и других национальных валют в официальных валютных резервах в 1973 г., %

Источник: Составлено по данным Национального бюро экономических исследований США.

В период между двумя мировыми войнами расстановка сил в мировой валютной системе существенно изменилась. Хотя фунт стерлингов смог сохранить положение ведущего международного платежно-резервного средства (во многом благодаря определенной инерции, свойственной глобальному рынку капиталов, а также значительному политическому влиянию Великобритании), с ним все более конкурировал доллар, заметно укрепивший свои позиции в мире. В частности, доллар вышел на 2 место после фунта среди национальных валют по доле в официальных резервах. Повышению популярности доллара способствовали многие факторы, и, в первую очередь, быстрый рост американской экономики, доля которой в глобальном ВВП достигла в 1929 г. 28%, стремительное наращивание официальных золотых резервов (если в 1914 г. США обладали 23% золотых запасов капиталистических стран, то в начале 1920-х гг. – уже более 40%), бурное развитие банковского сектора и превращение Нью-Йорка в крупный мировой финансовый центр. Движение американской валюты к мировому лидерству было, однако, замедлено тяжелым экономическим кризисом («Великой депрессией»), разразившимся в США в начале 1930-х гг. и повлекшим за собой значительную девальвацию доллара, а также отмену его обмена на золото для частного сектора.

Новый этап восхождения доллара связан с принятием в 1944 г. на валютно-финансовой конференции ООН в г. Бреттон-Вудсе (США) Статей Соглашения (Устава) МВФ, определивших структуру послевоенной мировой

валютной системы. В качестве официальных резервных активов Соглашением установились золото, доллар и фунт стерлингов, при этом роль главной резервной валюты была отведена доллару. С целью утверждения этого статуса США обязывались производить обмен доллара на золото по фиксированной цене 35 долл. за тройскую унцию для иностранных центральных банков. В свою очередь, другие государства – участники Соглашения должны были устанавливать фиксированные курсы своих валют к доллару и поддерживать их с помощью интервенций к американской валюте.

Принятая в Бреттон-Вудсе американско-центрическая конфигурация мировой валютной системы отражала ситуацию в глобальном хозяйстве, сложившуюся после Второй мировой войны. США стали безусловным лидером среди западных стран, намного опережая их по экономическим показателям. Доля США в мировом ВВП в 1950 г. составляла 29% (для сравнения, доля Великобритании – только 6%), мировом экспорте – 42,4%. США сосредоточили почти 75% золотых запасов капиталистических стран. В то же время западноевропейские страны и Япония, серьезно пострадавшие в ходе войны, оказались в тяжелом финансово-экономическом положении и не могли конкурировать с США. Большинство государств, включая Великобританию, в условиях острого дефицита платежного баланса и истощения золотовалютных резервов были вынуждены ввести ограничения на конвертируемость своих валют, что существенно сократило возможность их использования на мировой арене. В этой связи утверждение фунта наряду с долларом в качестве резервной валюты стало в большей степени данью традиции и уважения к Великобритании как стране-победительнице, а не отражением ее реальных экономических возможностей.

Статус основного резервного актива, огромный экономический потенциал и активная внешняя финансовая политика США при практически полном отсутствии конкуренции со стороны других государств создали возможность для быстрой международной экспансии доллара. В 50–70-х гг. прошлого века доллар стал важнейшей валютой для частных зарубежных инвестиций, широко применялся в качестве валюты внешнеторговых контрактов и валюты-посредника при обмене низколиквидных валют, занял центральное место на мировых финансовых рынках, в официальных международных расчетах и резервах (рис. 2). Фактически именно в эти годы США заложили прочную базу для доминирования на глобальном рынке в долгосрочной перспективе.

Бреттон-Вудская валютная система достаточно стабильно функционировала до середины 1960-х гг., после чего в ней стали нарастать кризисные явления. Они были вызваны несоответствием структурных принципов системы, принятых в 1944 г., кардинально изменившемуся за 20 послевоенных лет мировому экономическому ландшафту. Существенно укрепились

экономика и финансовый потенциал стран Евросоюза и Японии. Указанные государства, доля которых в глобальном экспорте выросла соответственно с 31,6% и 1,4% в 1950 г. до 41,6% и 4,9% в 1970 г., добились крупного положительного сальдо в торговле с США, что приводило к накоплению у них значительной долларовой массы. Торговые партнеры США пользовались правом обмена долларов на золото в Казначействе США, что постепенно истощало его золотой запас. Весной 1971 г. ситуация достигла критической черты – американский торговый баланс впервые в послевоенный период был сведен с дефицитом, а золотой резерв приблизился к минимально допустимому уровню 10 млрд долл. В этих условиях в августе 1971 г. США объявили о выходе из Бреттон-Вудских соглашений и отказе поддерживать свободный обмен долларов на золото. Это означало конец Бреттон-Вудской системы, основанной на привилегированном положении доллара как мировой валюты.

В дальнейшем страны перешли на плавающие валютные курсы. Мир вступил в эпоху денежной системы, основанной на «вере в доллар»¹. Последний по-прежнему оставался мировым лидером². Этот статус доллар сохранил и в последнее десятилетие – на его долю в этот период приходилось в среднем две трети мировых запасов валютных резервов. При этом главная поддержка доллару исходила (и такое положение сохраняется до сих пор) от стран Азии и некоторых других развивающихся стран, осуществляющих политику накопления в беспрецедентных масштабах долларовых резервов с целью ослабить национальные валюты и повысить конкурентоспособность экспорта, а также сохранить приток капитала из-за рубежа.

¹ Добровольное признание доминирующих позиций доллара в мировой торговле и платежах впервые было выражено Саудовской Аравией в 1973 г., а затем и всеми странами ОПЕК (1975), когда эти страны приняли на себя обязательство принимать в качестве платы за нефть только американские доллары. Как следствие такой политики повсюду в мире центральные банки начали накапливать огромные долларовые резервы для финансирования торговли. В настоящее время более 60% всех мировых резервов инвалюты номинировано в американских долларах. В свою очередь, США, используя преимущества своей валюты, получили возможность печатать деньги без очевидных инфляционных последствий для экономики. Американцы стали импортировать товаров больше, чем экспортировать, потреблять больше, чем производить, и расходовать денег больше, чем они их зарабатывают.

² Установление де-юре в соответствии с Ямайскими соглашениями 1976 г. стандарта СДР вместо золотодевизного стандарта и повсеместное распространение плавающих валютных курсов способствовали признанию и поддержанию де-факто большинством стран МВФ долларového стандарта в сфере международных валютно-финансовых отношений. Действующая международная валютная система позволяет денежным властям США не брать на себя формальные обязательства по поддержанию курса доллара США на валютных рынках, а сосредоточить приоритетное внимание на целях внутренней политики, направленной на регулирование инфляции и поддержание благоприятной экономической конъюнктуры в стране.

Введение евро и формирование современной структуры мировой валютной системы¹

Реальная возможность прервать длительную гегемонию доллара на глобальных рынках появилась только после введения единой европейской валюты – евро, сначала (с 1999 г.) в безналичном обороте, а с 2002 г. – и в наличной форме. Переход на общую валюту стал результатом многолетних интеграционных усилий европейских государств. Первые попытки достичь единства в валютной сфере приходится еще на 1971 г., когда был принят так называемый «план Вернера», предусматривавший создание единой валюты ЭЭС уже к концу 1970-х гг., однако в силу различных причин оказавшийся несостоятельным. Следующим важным шагом на пути к валютной интеграции стало формирование в 1979 г. Европейской валютной системы (ЕВС) и введение ЭКЮ – безналичной расчетной и резервной единицы ЭЭС, прообраза евро. Десятилетний опыт функционирования ЕВС позволил европейским странам разработать и приступить с начала 1990-х гг. к реализации амбициозного плана формирования Экономического и валютного союза ЕС.

В течение нескольких лет был осуществлен беспрецедентный по масштабу и сложности комплекс мер по приведению экономики, денежно-кредитной и бюджетной политики к единым критериям конвергенции, гармонизации их финансового законодательства, учреждению Европейского центрального банка (ЕЦБ) и замене национальных валют участников Союза на евро. В первые годы обращения евро нередко выражались серьезные сомнения в успехе новой валюты, в частности, эффективности проведения общей монетарной политики для государств с различными экономическими и социальными условиями. По прошествии более 10 лет можно, однако, с уверенностью говорить, что пессимистические прогнозы не оправдались, единая валюта состоялась и имеет весьма благоприятные перспективы, в том числе на международной арене в качестве полноценной альтернативы американскому доллару.

Таблица 2

Основные макроэкономические показатели в зоне евро, США и Японии, 2013 г.

Макроэкономические показатели	Зона евро	Япония	США
ВВП, в текущих ценах, трлн долл.	12,191	5,937	16,244
ВВП на душу населения (по ППС 2005 г.), в долл. США	29689,1	32234,7	43469,0
ВВП на душу населения (США=100)	70	68	100

¹ Более подробно см. Кондратов Д. Глобальные дисбалансы в мировой экономике // Общество и экономика. 2014. № 1. С. 22–50.

Макроэкономические показатели	Зона евро	Япония	США
Темпы роста инвестиций в основной капитал (% к пред. году)	-3,0	2,6	2,9
Темпы роста реального ВВП (% к пред. году)	-0,5	1,5	1,9
Производительность труда, тыс. долл. США	52,9	40,1	64,1
Производительность труда (США=100)	82,5	62,5	100
Темпы роста производительности труда (% к пред. году)	0,8	1,3	1,0
Темпы роста частного потребления (% к пред. году)	-0,7	1,9	2,0
Государственный долг (% к ВВП)	106,4	227,1	104,0
Бюджетный дефицит (-) / профицит (+) (% к ВВП)	-2,8	-10,0	-6,5
Счет операций с капиталом (% к ВВП)	0,01	-0,34	1,36
Счет текущих операций платежного баланса (% к ВВП)	1,25	0,69	-2,22
Долгосрочные процентные ставки (в % годовых)	3,01	0,69	2,35
Экспорт товаров и услуг (% к ВВП)	43,5	15,2	12,7
Импорт товаров и услуг (% к ВВП)	42,4	14,0	16,3
Безработица (% от экономически активного населения)	12,1	4,0	7,4
Индекс потребительских цен (% к предыдущему году)	1,3	0,4	1,5
Затраты на НИОКР (% к ВВП)	1,77	3,33	2,78

Источник: Составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития, Евростата, Международного валютного фонда и Европейского центрального банка.

Перспективы евро связаны, прежде всего, с огромным экономическим потенциалом стран зоны евро, вполне сопоставимым с параметрами экономики США. Сегодня из 28 стран Евросоюза на единую валюту перешли 18 государств. Их совокупная доля в глобальном ВВП на конец 2013 г. составляла 12,1% (доля США – 16,5%), в мировом товарном экспорте – 14,6% (США – 8,4%).¹

¹ Отметим, что по отдельным параметрам (уровень инфляции, сальдо бюджета и текущего платежного баланса) финансово-экономическая ситуация в зоне евро выглядит даже более благоприятно, чем в американской экономике (табл. 2). Относительная сбалансированность макроэкономических условий в регионе ЭВС в соответствии с требованиями Пакта ста-

Примерный паритет между странами зоны евро и США сложился и по уровню развития финансового рынка (на конец 2013 г. общий объем рынка акций, долговых ценных бумаг и банковских активов зоны евро оценивался в 62,638 трлн долл., США – 66,869 трлн долл.), при этом в зоне евро традиционно более развит банковский сектор, в США – рынок акций (табл. 3).

Неприсоединившиеся к зоне евро страны ЕС делятся на 2 группы. Одни, как Великобритания, Дания и Швеция, пока остаются в рядах евроскептиков, не желающих отказываться от собственной валюты. Другая группа, куда входят новые члены ЕС (Болгария, Румыния, Хорватия и Литва), еще не соответствуют жестким требованиям к кандидатам на введение единой валюты. Вместе с тем, по общему мнению, при сохранении нынешних темпов расширения зоны евро уже через несколько лет она догонит американскую экономику по основным характеристикам, в том числе по емкости финансовых рынков. В настоящее время позиции, занимаемые евро на мировой арене, еще не соответствуют масштабам стоящей за ней экономики стран зоны евро. Доля евро в официальных резервах, в обслуживании международной торговли, обороте глобальных валютно-финансовых рынков в большинстве случаев уступает доле доллара в 1,5–2 раза.

Таблица 3

**Размеры финансового рынка стран зоны евро, Японии и США
в 2013 г., трлн долл. и % к ВВП**

Сегменты рынка	Зона евро	Япония	США
Капитализация рынка акций, % к ВВП	47,95	22,40	283,90
Капитализация рынка акций, трлн долл.	5,85	3,64	16,86
Банковские активы, % ВВП	286,84	75,87	249,65
Банковские активы, трлн долл.	34,97	12,32	14,82
Долговой рынок, % к ВВП	179,00	22,40	283,90
Долговой рынок, трлн долл.	21,82	3,64	16,86
Совокупные финансовые активы, % к ВВП	513,81	188,10	1126,31
Совокупные финансовые активы, трлн долл.	62,64	30,56	66,87

Источник: Составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития, Международного валютного фонда и Европейского центрального банка.

бильности и роста во многом способствует повышению доверия к евро и в определенной мере влияет на динамику его обменного курса по отношению к доллару в последние годы.

Международная экспансия евро осуществляется достаточно медленно, без радикальных изменений, а в ряде сегментов мирового финансового рынка доля евро в последние 2–3 года даже несколько сократилась (табл. 4). Основная причина этого – осторожная, сдержанная денежно-кредитная политика ЕЦБ, не заинтересованного в чрезмерно быстром наращивании объема евро в международном обороте, способном негативно отразиться на макроэкономической ситуации в зоне евро. Во всех программных документах ЕЦБ подчеркивается, что главной его задачей выступает обеспечение ценовой стабильности в зоне евро, а не ускоренное продвижение евро за рубежом. Осторожность ЕЦБ оправдана – евро является относительно новой валютой, уникальной с точки зрения количества охватываемых ею стран, поэтому постепенность интернационализации необходима для обеспечения долгосрочной устойчивости евро.

Таблица 4

**Основные показатели, характеризующие роль евро
как мировой валюты на конец 2007–2013 гг.**

Основные показатели	2007 г.	2011 г.	2013 г.
Евро в валютных резервах	26,5	25,0	24,4
Евро на международном рынке долговых ценных бумаг	32,2	26,2	25,3
<i>Евро на международном рынке займов и депозитов:</i>			
международные займы, предоставленные банками стран зоны евро небанковским учреждениям вне зоны евро	22,1	21,8	20,3
международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро небанковским заемщикам в зоне евро	20,9	17,3	15,8
международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	21,0	22,4	19,0
международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро	20,6	22,8	19,6
<i>Евро на международном валютном рынке:</i>			
общий оборот на валютном рынке	37,2	19,6	19,5
ежедневная сумма взаимных расчетов в рамках CLS	39,3	39,2	37,4
<i>Евро в расчетах по торговле товарами и услугами:</i>			
расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 39 до 62	66,7	67,2
оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 34 до 56	50,2	49,0

Основные показатели	2007 г.	2011 г.	2013 г.
расчеты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 16 до 67	61,9	52,1
оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 23 до 71	61,4	58,4
Объем наличных евро за пределами зоны евро, млрд евро	71,1	118	131
Доля стран, привязывающих свою национальную валюту к евро	40	51	49

Источник: Европейский центральный банк.

Как отмечают многие эксперты, внешняя экспансия евро сегодня носит преимущественно региональный характер. Евро выдвигается на лидирующие позиции в первую очередь на валютных и финансовых рынках стран, соседствующих с зоной евро или тесно связанных с ней экономически. К ним относятся, в частности, европейские государства (за исключением Великобритании, чья собственная валюта носит статус резервной), а также страны СНГ. В то же время влияние евро в таких крупных регионах с традиционным доминированием доллара, как Юго-Восточная Азия, Ближний Восток, Латинская Америка, по-прежнему в целом остается незначительным, даже несмотря на некоторое увеличение в последнее время инвестиций в евро со стороны центральных банков и суверенных фондов ряда стран названных регионов.

На будущей роли евро как международной валюты могут сказаться два фактора. Во-первых, то, насколько сильной и быстрой будет корректировка глобальных дисбалансов и в первую очередь между глобальными сбережениями, инвестициями и потреблением. Сценарий постепенной корректировки отчасти зависит от желания иностранцев продолжать приобретать активы США. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов и их отказ от активов США могут вызвать резкое падение доллара и привести к резкому расширению использования евро в качестве международной валюты. В то же время более плавная корректировка дисбалансов предотвратит неожиданное и сильное падение курса доллара и вряд ли существенно скажется на международной роли евро.

По данным Министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США: 57% на конец октября 2014 г., а инвесторы из европейских стран занимают 2 место (21%). На долю стран – экспортеров нефти приходится менее 5%. В то же время европейские инвесторы являются самыми крупными иностранными держателями акций США (53% на июнь

2014 г.), вслед за ними идут инвесторы из стран Западного полушария (26%) и Азии (18%). Таким образом, поведение инвесторов из стран Азии и Европы будет играть определяющую роль в сохранении высокого спроса на долларовые активы, который зеркально отражает силу экономики США, глубину и ликвидность американского рынка капитала и разницу в процентных ставках в США и зоне евро. Готовность государственных и частных инвесторов Европы и Азии продолжать держать долларовые активы в случае существенного повышения обменного курса доллара будет иметь важное значение для упорядоченной глобальной корректировки и международной роли евро.

Вторым фактором является быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния зоны евро и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Однако вряд ли расширение международного использования их валют в обозримом будущем будет происходить такими же темпами, как рост их экономики. Поскольку страны Азии владеют существенной долей мировых официальных резервов, их реакция на возможное дальнейшее понижение курса доллара будет иметь большое значение.

Роль доллара и евро в официальных резервах и денежно-кредитной политике стран мира

Активное использование доллара и евро в международной торговле и финансах, опирающееся на экономическую мощь, широкие мирохозяйственные связи и развитые рынки капитала и ЕС, способствует их накоплению другими государствами в качестве резервных валют. Сегодня на доллар и евро приходится более 80% из 11,67 трлн долл. накопленных во всем мире официальных валютных резервов. Эти же валюты преобладают в активах суверенных инвестиционных фондов, размер которых в 2014 г. достиг 6,73 трлн долл.

Основной спрос на доллар и евро в качестве резервных валют формируют развивающиеся страны, аккумулирующие более 75% официальных валютных запасов. Особенно заметным отрыв развивающихся государств от развитых по объему накопленных резервов стал в 2000-е гг. Ключевую роль в этом сыграли быстрый рост экспортной выручки ведущих развивающихся стран и существенное увеличение притока на их рынки иностранного капитала.

Одной из главных причин повышенного спроса развивающихся государств на доллар и евро в качестве резервных валют является их широкое использование для поддержания валютной и через нее ценовой ста-

бильности на внутреннем рынке. Установление центральными банками развивающихся стран номинального якоря денежно-кредитной политики на основе жесткой или мягкой привязки обменного курса национальной валюты к какой-либо из резервных валют или их корзине способствует снижению инфляционных ожиданий и росту инвестиционной активности в экономике. Стабильность курса национальной валюты стимулирует экспорт и приток иностранных капиталовложений в страну, способствует повышению доверия населения и участников рынка к финансовой политике государства.

Сегодня таргетирование валютного курса¹ в той или иной мере осуществляют более 100 стран. Таким образом, несмотря на провозглашенную 30 лет назад эпоху свободно плавающих валютных курсов, половина планеты продолжает жить в условиях фиксированных или квазификсированных обменных курсов.

Выбор одной из ведущих мировых валют в качестве якоря денежно-кредитной политики привел к формированию в мировой валютной системе зон влияния доллара и евро. Американская валюта выступает ключевым резервным активом для большинства развивающихся государств Азии и Латинской Америки. Ареал влияния доллара охватывает около 60 стран, которые в силу различных макроэкономических предпосылок, прежде всего тесных торгово-экономических и финансовых связей с США, практикуют жесткую или мягкую привязку к доллару курсов своих национальных валют. В их числе есть также небольшие государства, территориально близкие к США или находящиеся под их сильным политическим давлением, которые признали доллар в качестве законного платежного средства и отказались от использования собственных денежных единиц.

Однако развитие международной финансовой системы за последнее десятилетие изменило влияние доллара на режимы обменного курса. Многие крупные и системно важные развивающиеся страны в Латинской Америке и Азии стали применять более гибкие режимы обменного курса. В ряде случаев этому способствовала независимая монетарная политика, нацеленная на борьбу с инфляцией и поддержанием стабильных темпов экономического роста. В последние несколько лет указанные государства предприняли шаги по сокращению удельного веса американского доллара в своих валютных резервах. Глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. вызвал дальнейшие сдвиги, поскольку отдельные страны (например, Россия) увеличили гибкость своего обменного курса и снизили вес доллара в корзине валют, используемой для его установления.

¹ Подробнее см.: Кондратов Д. Денежно-кредитная политика в странах Европы // Экономический журнал ВШЭ. 2011. Том 15. № 2. С. 202–236.

В свою очередь, евро используется в качестве национальной денежной единицы или якорной валюты тех государств и территориальных образований, которые, как правило, географически и экономически тесно связаны со странами ЭВС и которые либо имеют с Евросоюзом различные институциональные соглашения, либо неофициально в одностороннем порядке полностью или частично включили евро в национальные режимы валютного курса. К числу таких государств относятся, прежде всего, большинство новых членов ЕС, страны Балканского полуострова и зоны французского франка, а также малые европейские государственные образования (Андорра, Монако и др.) и заморские французские территории. В настоящее время среди развитых стран ЕС, не входящих в ЭВС, евро является «валютным якорем» только для Дании, которая практикует режим коллективного валютного регулирования в рамках Европейской валютной системы-II (ЕВС-II), или «Механизма обменных курсов-II» (МОК-II, Exchange Rate Mechanism, ERM-II), заменившего 31 декабря 1998 г. МОК-I (или ЕВС-I). Великобритания и Швеция, хотя и подписали Соглашение о создании МОК-II, тем не менее, участия в этом режиме валютного курса не принимают.

В будущем доллар и евро продолжают играть роль ключевых резервных валют, а также номинального якоря денежно-кредитной политики многих развивающихся стран. При этом постепенное усиление позиций евро в глобальной экономике будет способствовать увеличению числа государств, использующих его в качестве операционного ориентира финансовой политики и основного резервного актива.

Ослабление позиций доллара и последствия для мировой экономики

С начала 1990-х гг., когда США превратились в крупного должника по внешним платежам, а стоимость доллара стала постепенно понижаться, во многих странах усилилась озабоченность по поводу существенного обесценения резервов иностранной валюты, деноминированных в долларах. Так, с 2002 по 2014 гг. доллар подешевел почти вдвое по отношению к евро и на четверть – к корзине валют основных торговых партнеров США (рис. 3).

Как отмечает Р. Манделл, аналитик газеты «*Wall Street Journal*», «было бы ошибкой не замечать, что устойчивые (с середины 80-х гг.) дефициты платежного баланса США имели своим следствием превращение этой страны из крупнейшего мирового кредитора в крупнейшего должника... Тот факт, что американские доллары составляют преобладающие объемы запасов международных резервов, делает эту валюту подсадной уткой валютных кризисов... Опора на доллар как на главное средство государствен-

ной валютной политики, формирования резервов и расчетную единицу уже не является больше необходимостью»¹.

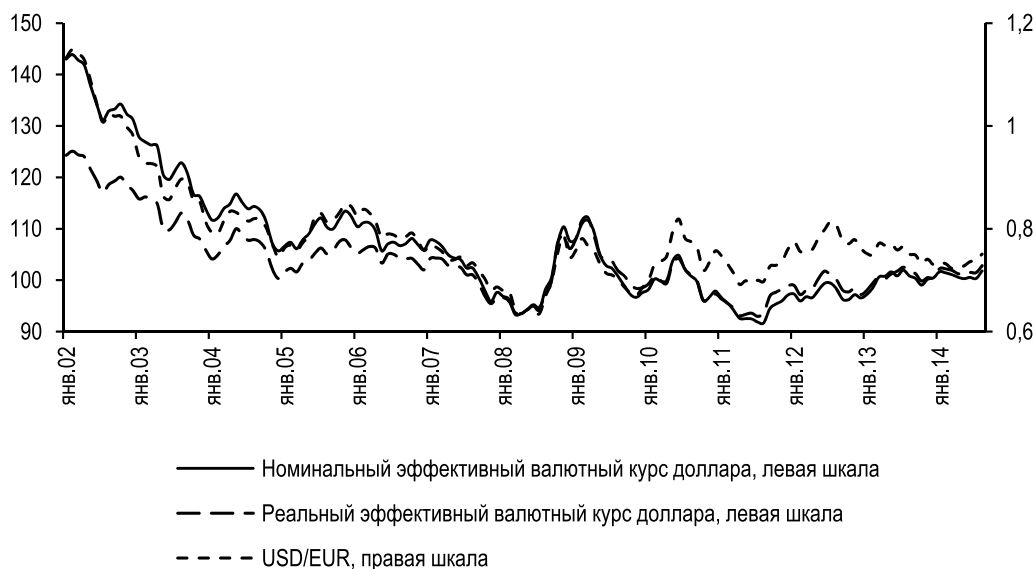


Рис. 3. Индекс номинального и реального эффективного валютного курса доллара (2010=100) и динамика курса доллара по отношению к евро, 2002–2014 гг.

Источник: Данные ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>) и BIS (<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>).

Основными факторами, воздействующими на развитие тенденции к падению курса доллара в последние годы, являются следующие (рис. 4).

- Увеличение дефицита США по балансу текущих платежных операций, т. е. разницы между платежами, которые американцы получают от других стран (экспорт, услуги, проценты по зарубежным инвестициям), и их собственными выплатами этим странам (импорт, услуги, займы). В 2013 г. дефицит составил 435,8 млрд долл., или 2,49% к ВВП. Такая сумма дефицита означает, что страны-контрагенты США для сохранения стабильного баланса в расчетах должны ежедневно затрачивать около 2 млрд долл. на покупку номинированных в долларах американских активов (обычно казначейских билетов) или реинвестировать свои доходы в экономику США, или, наконец, обменивать доллары на отечественную валюту. До тех пор пока в США сохранится дефицит такого масштаба, будет сохраняться понижательное давление на доллар.

¹Цит. по: Rajan R.S., Kiran J. Will the Greenback Remain the World's Reserve Currency? – Mode of access: www.freewebs.com/trajan1/Reserves.pdf.

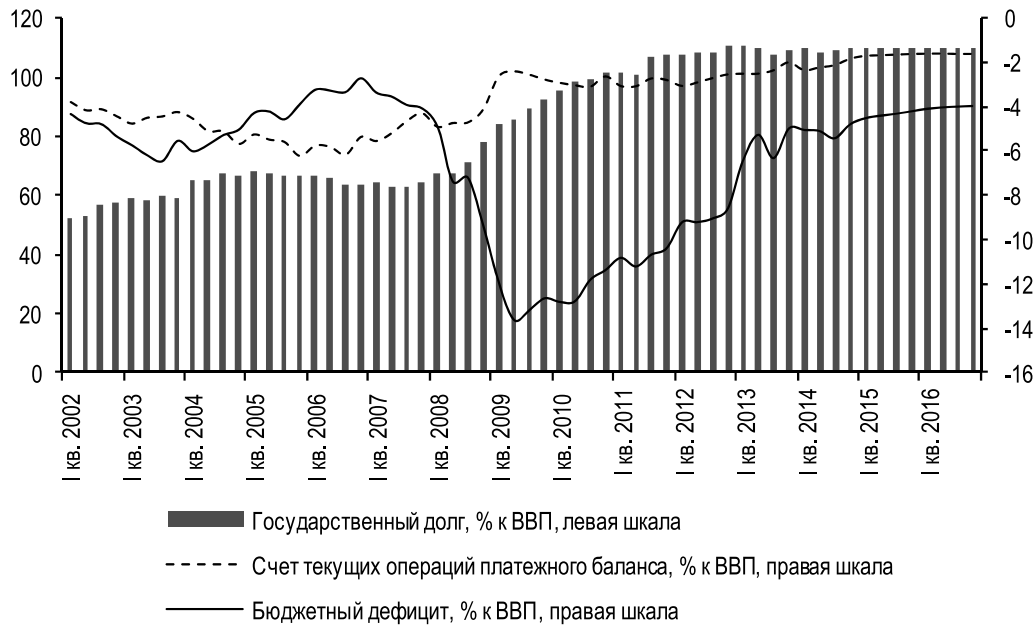


Рис. 4. Государственный долг, счет текущих операций и бюджетный дефицит в США, 2002–2016 гг., % к ВВП

Примечание: 2015–2016 гг. – прогноз.

Источник: Данные ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

Израильский аналитик Р. Хошен полагает, что экспоненциальный рост долга связан с амбициозной внешней политикой и консервативным управлением экономикой¹. Под консервативным автор здесь понимает не осторожное управление, когда каждый шаг выверяется, а просто то, которое было раньше, имея в виду печатание денег как топлива для глобальной экономики.

По мере роста дефицита платежного баланса США и их госдолга спрос на американские долговые обязательства и валюту сокращался. В 2014 г. из-за падения спроса ФРС была вынуждена скупить 61% всех выпущенных в обращение правительственных бумаг.

В этих условиях многие центральные банки, особенно стран Юго-Восточной Азии, изменили свою стратегию – от накопления долларовых резервов они перешли к их распродаже. Многие страны стали заключать совместные соглашения, базирующиеся на отходе от доллара в качестве основного средства международной торговли и платежей. Некоторые не-

¹ Hoshen R. Policy and Agenda. The Danger of a Global Economic Tidal Wave // Media. – December 14, 2006. – P. 1–8. – Mode of access: <http://www.omeia.org/Show Article.asp?DynamicContent11-1972&MenuID-726&Thread11>.

фтедобывающие страны начали продавать нефть не за доллары, а использовать другие валюты, что, по мнению аналитиков, представляет собой угрозу системе нефтедолларов, существовавшей на протяжении четырех десятилетий.

- Второй важный фактор – крупный дефицит бюджета США. Озабоченность экономистов вызывает не сам факт этого дефицита, а быстрые темпы его роста и отсутствие перспектив сокращения, если не будут реализованы следующие условия: увеличены налоговые поступления, приостановлен рост военных расходов, найдено решение относительно финансирования быстро растущих социальных расходов. Американское правительство не может найти каких-либо других способов финансирования бюджетного дефицита, кроме как занимать деньги за рубежом.

Еще один признак начинающегося заката доллара – это заявления крупнейших международных организаций (ООН и МВФ), касающиеся необходимости отказа от доллара в пользу специально разработанной глобальной резервной валюты.

Развитие большей части отмеченных тенденций началось под воздействием второй крупнейшей экономики мира – Китая, который, согласно имеющимся прогнозам, догонит США по основным экономическим показателям к 2020 г. Уже теперь примерно 70 тыс. китайских компаний используют в трансграничных сделках национальную валюту.

Так, например, экономист М. Снайдер приводит ряд примеров двух- и многосторонних соглашений последнего времени, подрывающих позиции доллара как мировой резервной валюты.¹

1. В начале 2012 г. Китай и Япония заключили соглашение, согласно которому в двусторонних торговых сделках они будут чаще использовать свои собственные валюты, а не доллары. Если до сих пор для взаимной конвертации юаня и иены Китаю и Японии приходилось прибегать к долларovým резервам, то теперь они могут осуществлять конвертацию своих валют напрямую, без участия доллара.

2. Страны БРИКС также планируют перейти к использованию национальных валют в торговле друг с другом. В марте 2013 г. было объявлено о двух соглашениях, цель которых – создать кредитные механизмы для финансирования (в национальных валютах) бизнеса и взаимной торговли этих стран. Ожидается, что данные соглашения позволят существенно расширить торговлю в рамках БРИКС, объемы которой воз-

¹ Snyder M.T. 10 Reasons Why the Dollar's Reign as the World Reserve Currency is About to End // Seeking Alpha. – 2012. – May 1. – Mode of access: <http://www.seekingalpha.com/article/459471-10-reasonswhy-the-dollar-s-reign-as-the-world-reserve-currency-is-about-to-end>.

растают в последние годы ежегодным темпом в 28% (!), но все еще далеки от потенциала.

3. Российско-китайское валютное соглашение. Россия и Китай более года используют национальные валюты во взаимной торговле. Лидеры обеих стран активно выступают за создание новой глобальной резервной валюты и намерены потеснить господство доллара в международной торговле.

4. Укрепление позиций юаня в странах Африки. Став крупнейшим торговым партнером стран этого континента с 2009 г., Китай проводит активную политику, направленную на экспансию своей валюты. В настоящее время значительная часть взаимной торговли между Китаем и странами Африки осуществляется в юанях. Ожидается, что к 2016 г. этот объем возрастет до 768 млрд юаней (100 млрд долл.).

5. Соглашения Китая с Объединенными Арабскими Эмиратами (ОАЭ) и Саудовской Аравией. С первой из них Китай договорился, что в нефтяных сделках каждая из стран будет использовать собственную национальную валюту, что подрывает систему нефтедолларов и создает прецедент для других стран Ближнего Востока. Китай, являясь крупнейшим импортером нефти из Саудовской Аравии, продолжает наращивать объемы не только торговли, но и строительства мощностей по переработке сырой нефти в этой стране.

Нестабильность глобального рынка капиталов и нефтяные спекуляции

Существующий в настоящее время колоссальный объем покупок американских гособлигаций нерезидентами – важнейшее условие стабильности финансовой системы страны. С помощью этого механизма осуществляется стерилизация долларовой эмиссии. Другими словами, эмитированные деньги до сих пор не оказывали существенного влияния на инфляцию. На этом зиждется американская финансовая система.

Вследствие развития торговли производными контрактами на Нью-Йоркской товарно-сырьевой бирже (NYMEX) произошло вливание больших объемов капитала на нефтяной рынок. Он превратился из классического во фьючерсную разновидность финансового рынка и приобрел высокую волатильность, свойственную валютно-финансовым рынкам. Биржевой способ ценообразования нефти привел к тому, что цена на нефть начала определяться ее ценностью как финансового актива и стала тесно коррелировать с такими факторами, как фондовые индексы, в частности S&P 500, Dow Jones Index, курс доллара и его инфляционные ожидания. В начале 2014 г. мировые фондовые индексы начали расти, а цена на нефть

оставалась на уровне 100 долл. за баррель. Это привело к схлопыванию пузыря осенью 2014 г.

Поскольку цена на нефть выражена в долларах США, корреляция между нефтяными котировками и курсом доллара очевидна. Укрепление курса американской валюты ведет к росту ее покупательной способности и, следовательно, к снижению цены, выраженной в долларах, а увеличение цен на нефть ведет к долларовой инфляции и снижению его курса. Нефтяные фьючерсы являются инструментами защиты от долларовой инфляции. При реальном и ожидаемом низком уровне долларовой инфляции уменьшается спрос на нефтяные фьючерсы, приводящий к снижению цен на сырую нефть. С 2000-х гг. коэффициент корреляции между курсом американской валюты и индексом Reuters-CRB, одним из наиболее широко используемых индикаторов состояния мирового товарного рынка, учитывающим поведение цен на 17 основных видов сырьевой продукции, достиг значения в $-0,76$ (рис. 5). Иными словами, в последние годы изменение стоимости сырья более чем на 70% объяснялось динамикой курса доллара. Так, при укреплении курса доллара относительно европейской валюты на 1% цена барреля нефти снижалась в среднем на 3 долл.

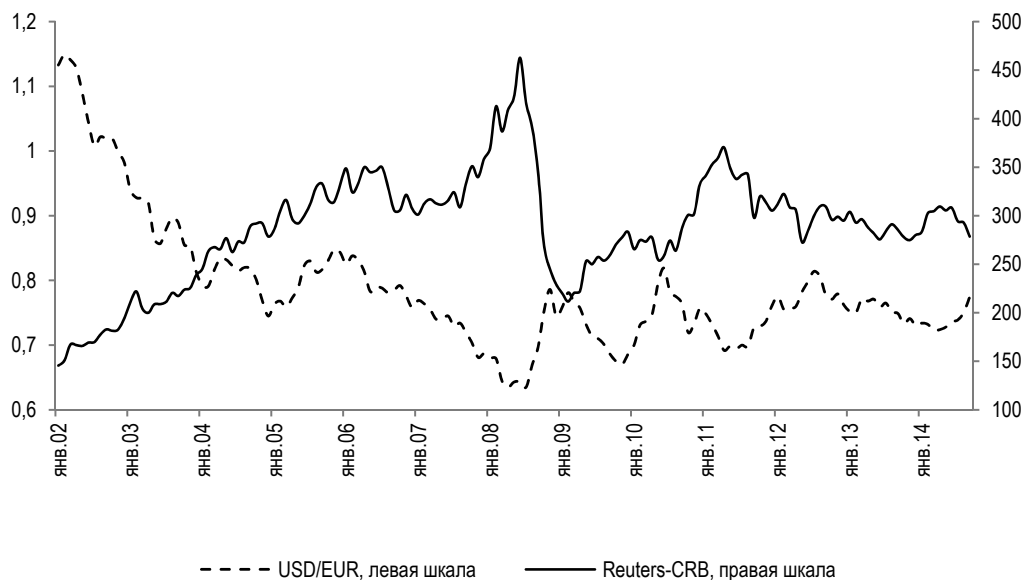


Рис. 5. Динамика курса доллара по отношению к евро и индекса Reuters-CRB, 2002–2014 гг.

Источник: Данные ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

Таким образом, основу текущего поведения цен определяет не столько баланс спроса и предложения, сколько движение капитала и курс американской валюты.

Снижение мировых цен на сырье, вызванное укреплением доллара, в свою очередь, заметно ускорило глобальную инфляцию. За последние 2 года ежегодные темпы роста потребительских цен выросли в мире в среднем на 2%, в том числе на 1–1,5% в развитых странах и на 3–4% в развивающихся (рис. 6).

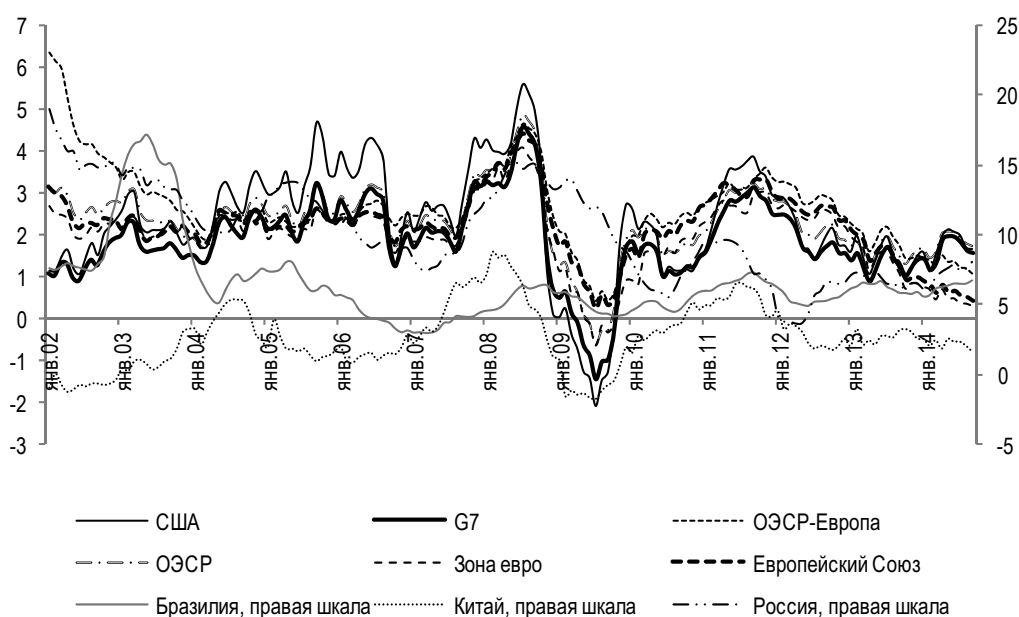


Рис. 6. Темпы роста потребительских цен в развитых и развивающихся странах, 2002–2014 гг., % к предыдущему году

Источник: International Financial Statistics, 2013.

При этом неопределенность перспектив мировой экономики подталкивает международных инвесторов к уменьшению вложений в другие ведущие валюты, прежде всего евро, и увеличению долларовых активов. Это формирует предпосылки для снижения цен на нефть, что усиливает нестабильность на глобальном валютном рынке и оказывает негативное влияние на экономическое развитие развивающихся стран. По прогнозу Bloomberg, вследствие нестабильности ситуации на международных валютно-финансовых рынках темпы роста ВВП стран БРИКС в 2015–2017 гг. не превысят 6% (табл. 5).

Таблица 5

**Темпы роста реального ВВП в мире, зоне евро, США,
Японии и странах БРИКС, 2007–2016 гг., % к предыдущему году**

Страны и/или регионы мира	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Зона евро	2,9	0,4	-4,4	2	1,6	-0,7	-0,4	0,8	1,3	1,7
США	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,1	3	2,9
Япония	2,2	-1	-5,5	4,6	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,2	0,9
Россия	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,3	0,0	1,6
БРИКС	10,7	7,7	4,7	8,7	7,0	5,6	5,6	5,1	5,3	5,5
ОЭСР	2,7	0,3	-3,4	3,0	1,9	1,3	1,4	1,8	2,3	2,6
Мир	3,9	1,6	-2,3	4,0	3,0	2,1	2,2	2,5	3,0	3,1

Примечание: 2014–2016 гг. – прогноз.

Источник: Bloomberg.

Причины роста глобальной валютной нестабильности

Наблюдаемое усиление нестабильности на валютных рынках стало закономерным результатом происходивших в последние 15 лет масштабных структурных изменений в глобальной экономике, способствовавших накоплению в ней значительных торговых и инвестиционных дисбалансов.

Либерализация внешней торговли и углубление процессов глобализации привели к многократному увеличению денежных потоков товаров, услуг и капитала между странами. По сравнению с серединой 1990-х гг. в 2013 г. объем мировой торговли товарами вырос почти в 4 раза – до 17,9 трлн долл. в год (рис. 7), прямых и портфельных инвестиций в 5 раз – до 6,7 трлн долл. в год.

При этом в структуре трансграничных товарных и финансовых потоков существенно увеличивалась доля развивающихся стран, что стало следствием их активной политики по продвижению экспорта и привлечению иностранных инвестиций.

Расширение международных экономических связей сопровождалось постепенным нарастанием внешнеторговых дисбалансов, прежде всего в отношениях между развивающимися странами и США – крупнейшим мировым импортером, на долю которого приходится 20% глобального импорта товаров и услуг. С одной стороны, опережающий рост экспортных доходов развивающихся стран способствовал формированию устойчивого положительного сальдо их внешней торговли. С другой стороны, резкое снижение нормы сбережений и увеличение потребления в США оберну-

лось существенным ухудшением состояния торгового баланса страны, дефицит которого за 1996–2013 гг. вырос почти в 4 раза – с 191,0 млрд долл. до 703,9 млрд долл. в год.

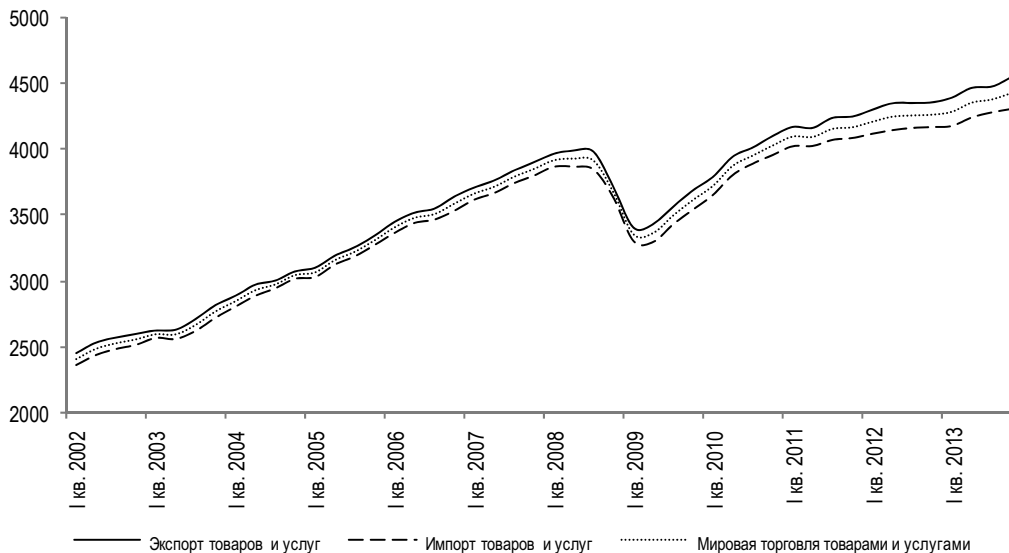


Рис. 7. Объем мировой торговли товарами и услугами (с сезонной корректировкой), 2002–2013 гг., млрд долл., в ценах 2005 г.

Источник: International Financial Statistics, 2013.

В условиях плавающих валютных курсов накопление США значительного отрицательного сальдо должно было бы привести к ослаблению доллара по отношению к валютам их основных торговых партнеров, что, в свою очередь, способствовало бы постепенному сокращению возросшего дефицита торгового баланса страны. Курс доллара, однако, длительное время не только не снижался, но и, наоборот, укреплялся по отношению к другим валютам. Необычайная устойчивость американской валюты во второй половине 1990-х – начале 2000-х гг. была обусловлена, в первую очередь, высоким спросом на доллар, сохранявшимся в это время на глобальных рынках. Этот спрос стимулировался несколькими основными факторами.

Во-первых, центральные банки развивающихся стран – крупных торговых партнеров США (в том числе Китая, государств Персидского залива и Латинской Америки) активно скупали, часто по фиксированным курсам, поступающие от национальных экспортеров доллары и накапливали их в официальных резервах, не давая тем самым излишкам американской валюты попасть на валютные рынки и обесценить ее.

Во-вторых, более быстрые по сравнению с другими развитыми странами темпы роста экономики США с 1996 по 2001 гг. и высокая доходность долларовых активов, подогревая бум на фондовом рынке, способствовали увеличению спроса на американскую валюту со стороны прямых и портфельных инвесторов, в частности из Японии и Западной Европы. Наконец, кризисные явления в валютно-финансовой сфере, охватившие многие развивающиеся страны, в частности государства Юго-Восточной Азии, Россию и Аргентину в 1998–2001 гг., также усилили спрос международных инвесторов на американскую валюту и увеличили приток зарубежного капитала на финансовый рынок США.

Тенденция к постепенному ослаблению курса доллара на мировом валютном рынке наметилась с 2002 г. Ее основными предпосылками стали:

- появление единой европейской валюты – евро, которая стала активно использоваться для размещения средств центральных банков и международных частных инвесторов, спровоцировав тем самым заметное сокращение глобального спроса на доллар;
- уменьшение спроса на американскую валюту со стороны инвесторов из других развитых стран вследствие схлопывания «пузыря» в секторе высокотехнологичных компаний, спровоцировавшего в 2001 г. значительное падение американского фондового рынка, и последовавшего за этим резкого снижения процентных ставок в США (эти факторы привели, в частности, к формированию в 2002–2004 гг. отрицательного сальдо финансовых операций США со странами зоны евро) (рис. 8);
- переход ряда крупных развивающихся стран, в частности России и Китая, к укреплению курса национальных валют по отношению к доллару.

Ослабление доллара, однако, не привело в 2000-е гг. к заметному снижению внешнеторгового дефицита США, в первую очередь, из-за ограниченного влияния валютного курса на объемы и стоимость американского импорта. Прежде всего, экспортеры из развивающихся стран предпочитают поступиться частью доходов, чем потерять часть приоритетного для них рынка США, и не стремятся повышать цены на свою продукцию. Так, по данным МВФ, с удешевлением доллара на 10% цены на американский импорт увеличиваются за год менее чем на 2%, тогда как аналогичное снижение курса единой европейской валюты приводит к удорожанию импортируемых странами зоны евро товаров на 8% (табл. 6). Кроме того, существенное снижение процентных ставок в первой половине 2000-х гг. и вызванный этим кредитный бум в экономике США также поощряли быстрый рост потребления импортной продукции американскими предприятиями и домохозяйствами.

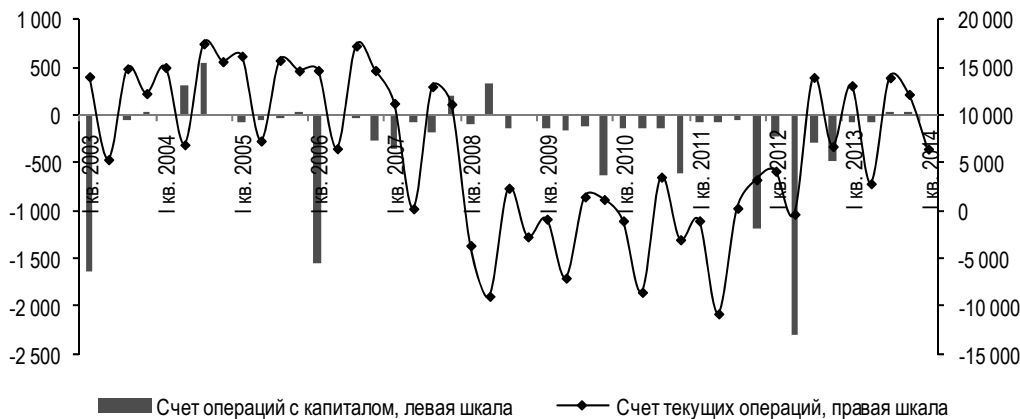


Рис. 8. Сальдо счета текущих операций и счета движения капитала зоны евро с США, 2003–2014 гг., млн евро

Источник: Данные Евростата (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_q_euro&lang=en).

Накопление дефицита торгового баланса сопровождалось неизбежным ростом внешней задолженности США, превратившихся за последние полтора десятилетия в крупнейшего нетто-должника остального мира. В 2013 г. обязательства США перед нерезидентами составили 40 трлн долл., превысив на 2,4 трлн долл. требования к остальному миру.

При этом повсеместное использование США собственной валюты для финансирования растущего дефицита торгового баланса способствовало накоплению значительных долларовых резервов развивающимися странами, которые благодаря устойчивому положительному сальдо превратились в 2000-е гг. в ведущих мировых экспортеров капитала. До недавнего времени эти авуары активно инвестировались в американские ценные бумаги, в том числе казначейские обязательства, корпоративные акции и облигации, производные бумаги, обеспеченные активами, включая ипотечные закладные.

В 2007–2008 гг. ситуация для США, однако, заметно ухудшилась. В результате острого кризиса на рынке недвижимости резко замедлились темпы роста американской экономики, а крах пирамиды высокорисковой ипотеки sub-prime, повлекший за собой огромные убытки инвесторов по всему миру, поставил под серьезное сомнение качество многих видов американских финансовых инструментов, обращающихся на глобальных рынках.

Сокращение вложений нерезидентов в американские ценные бумаги было отчасти компенсировано увеличением их инвестиций в государственные долговые обязательства США. Размер этих инвестиций в середине 2014 г. достиг рекордного за последнее время показателя – более 200 млрд долл. в квартал. В

условиях роста глобальной финансовой нестабильности казначейские обязательства США рассматриваются международными инвесторами как наиболее надежное прибежище для хранения капитала. Растущая долговая нагрузка на бюджет США, усугубляемая финансовыми трудностями крупнейших корпоративных компаний, в санацию которых американскому правительству предстоит вложить значительные средства, способна, однако, охладить интерес нерезидентов даже к этим финансовым инструментам, подтолкнув их к размещению своих капиталов в других странах. Это способно привести к резкой девальвации доллара и дестабилизации мирового валютного рынка. При этом огромная долговая нагрузка на экономику, а также необходимость стимулирования замедлившегося экономического роста в современных условиях существенно ограничивают возможности монетарных властей по проведению политики высоких процентных ставок, которая содействовала бы привлечению иностранного капитала и укреплению курса доллара (рис. 9).

Таблица 6

**Эластичность цен на импортные товары к валютному курсу
в развитых экономиках**

Страна	Месяц	Полгода	Год	18 месяцев
Зона евро	0,03	0,42	0,81	1,17
США	0,06	0,15	0,18	0,30
Япония	0,61	0,56	0,57	0,57
Великобритания	0,28	0,58	0,57	0,60
Канада	0,68	0,54	0,62	0,68

Источник: Faruqee H. Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area // IMF Staff Papers. 2006. Vol. 53. № 1. P. 70.

Эти факторы, а также значительное ухудшение международных позиций доллара в последнее время, способны серьезно затруднить США привлечение иностранного капитала. Это, в свою очередь, повышает риск дальнейшего обесценения доллара и в целом ставит под сомнение долгосрочную жизнеспособность существующей конфигурации мировой валютной системы, основанной на «вере в доллар».

Перспективы доллара США

Вопрос, сможет ли какая-либо другая валюта бросить вызов доллару в качестве лидирующей мировой валюты, заслуживает более пристального внимания, поскольку этот вопрос вновь стал предметом острых дискуссий в наши дни – в период усиления международной платежной разбалансированности. Пессимистично настроенные аналитики прогнозируют в пер-

спективе еще большее ослабление доллара и масштабные потрясения на глобальных валютно-финансовых рынках. Их опасения основываются на ряде объективных предпосылок:

- сохранение значительного внешнеторгового дефицита США, покрытие которого требует дальнейшего наращивания долговых обязательств перед нерезидентами, что в условиях резкого ухудшения состояния американских финансовых рынков может оказаться затруднено;
- быстрый рост дефицита федерального бюджета США, размер которого по итогам 2014 финансового года прогнозируется на уровне 5,24% к ВВП, а также усиливающим долговую нагрузку на американскую экономику;
- постепенное увеличение спроса развивающихся стран на евро в качестве резервной и инвестиционной валюты;
- возможность появления в недалеком будущем региональной валюты (в частности, предполагается, что одной из таких валют мог бы стать российский рубль).



Рис. 9. Процентные ставки в США, 1996–2014 гг., % годовых

Источник: International Financial Statistics, 2013.

Наряду с факторами, объективно способствующими ослаблению доллара, имеется, однако, и немало обстоятельств, позволяющих утверждать, что никакого краха доллара в обозримом будущем не произойдет, и он со-

хранит статус ведущей мировой валюты. Во-первых, в значительной девальвации доллара и демонтаже существующей структуры мировой валютной системы не заинтересованы наиболее крупные и влиятельные участники международных финансово-экономических отношений: центральные банки развитых и развивающихся стран, транснациональные корпорации, международные банковские группы. Нарастание проблем с долларом привело бы к серьезному обесценению долларовых активов, ускорению глобальной инфляции, сокращению производства и снижению занятости в ведущих экспортно-ориентированных экономиках, включая японскую и западноевропейскую. В этой ситуации международные держатели долларовых активов оказываются в некотором роде заложниками доллара, заинтересованными в сохранении его устойчивости. Для США это означает, в частности, готовность центральных банков других стран к осуществлению масштабных валютных интервенций в поддержку доллара.

При этом США располагают и собственными значительными возможностями, позволяющими им корректировать движение мировых финансовых потоков в свою пользу. По мнению ряда экспертов, для успешной конкуренции с другими странами за привлечение иностранных капиталов США не только обеспечивают привлекательные инвестиционные условия внутри страны, но и активно используют «стратегию управляемых кризисов», не создающих системных рисков для мировой экономики, но существенно ослабляющих их конкурентов. В частности, периодически возникающие региональные кризисы (например, в Юго-Восточной Азии, Латинской Америке, военные действия на Балканах) нередко связываются именно с политикой США по регулированию глобальных инвестиционных потоков и перенаправлению их в свою экономику. Вполне можно предположить, что и текущий российско-украинский конфликт был спровоцирован США во многом с целью торможения динамично развивающихся внешнеторговых и инвестиционных связей России и ЕС, срыва крупных совместных энергетических проектов и, в конечном итоге, ухудшения экономической ситуации в западноевропейских странах и ослабления евро.

Во-вторых, в долгосрочном плане центральные банки и другие инвесторы извлекают большие доходы от вложений в американские активы, чем от вложений в активы каких-либо других стран. Причины того, что потоки капитала (в том числе из развивающихся стран) направляются в основном в США, а не в другие развитые страны, кроются в большей открытости и эффективности американских рынков капиталов, а также в структурных особенностях экономики страны, таких как рост в последнее десятилетие доли США в общем объеме производства развитых стран, умеренная нестабильность делового цикла, уменьшение степени экономических рисков. Даже при падении курса доллара инвесторы могут в значительной степени

компенсировать риск потери ликвидности за счет продления срока вложений. США, таким образом, являются доминирующим глобальным субъектом предложения финансовых активов. Более того, как это ни парадоксально на первый взгляд, американский дефицит текущего платежного баланса создает потребность многих стран в долларовой ликвидности, что формирует существенную и устойчивую черту международной финансовой системы, основанной на долларе.

В-третьих, в политике диверсификации золотовалютных резервов, проводимой центральными банками, пока еще не отмечается резкого поворота от доллара. В последние годы прослеживается тенденция к сокращению доли доллара в пользу других валют – евро и азиатских валют. Так, по данным МВФ, за период с 2002 по 2014 гг. доля доллара в общемировых валютных запасах сократилась с 71,62 до 60,66%, причем в промышленно развитых странах она была более высокой (61,3%), чем в развивающихся странах (59,86%). За тот же период доля евро в мировых резервах увеличилась с 19,67 до 24,19%, при этом в развитых государствах отмечается более высокая концентрация запасов евро (24,51%), чем в развивающихся странах (23,79%).

Повышение международной роли евро проявляется также в том, что все большее число эмитентов за пределами зоны евро выпускают облигации, номинированные в евро. Доля выпущенных в евро международных долговых обязательств в общем объеме таких обязательств на июнь 2014 г. составила 31%. Евро широко используется в странах ЕС, не являющихся членами зоны евро, а также в странах-кандидатах на вступление в ЕС. В этих условиях Евросистема заявила, что любое одностороннее введение евро (через так называемую «евроизацию» – по аналогии с «долларизацией») вне рамок Договора о Евросоюзе и без соблюдения маастрихтских критериев конвергенции противоречит экономическим основам ЕС и может осуществляться только на многосторонней основе.

Однако детальный анализ этих данных не подтверждает предположение о том, что имеет место бегство от доллара. Прежде всего, необходимо учитывать большую роль колебаний обменного курса доллара. При формировании валютной корзины центральные банки предпочитают «покупать дешевле и продавать дороже». В течение анализируемого периода доллар заметно обесценивался (за исключением 2002 и 2005 гг., когда его стоимость повышалась), поэтому банки покупали непропорционально больше долларов по сравнению с другими валютами. А в 2005 г., когда обесценился евро, именно эта валюта явилась объектом непропорционально больших закупок. Другими словами, обесценение доллара повлекло за собой снижение его доли в структуре мировых резервов инвалюты. И, наконец, большое значение имеет долгосрочный аспект в развитии тенденции. Если

рассматривать изменение доли доллара в структуре инвалютных резервов с начала 1990-х гг. (50%), то обнаруживается существенное повышение этой доли к 2014 г. (60,66%).

В-четвертых, ни одна из валют не может в среднесрочной перспективе заменить доллар в качестве мирового лидера, даже если эта валюта заберет часть доли доллара в официальных золотовалютных резервах. Главная причина – сложность преодоления устоявшихся позиций доллара как символа экономической и финансовой мощи США (*incumbentadvantage*). Преимущества валюты-конкурента должны быть во много раз большими, чем преимущества доллара. Не является случайным тот факт, что доллар сумел вытеснить британский фунт стерлингов в качестве резервной валюты лишь к началу 1940-х гг., хотя США обогнали Великобританию по основным показателям экономики и торговли уже в середине 1920-х гг.

В западной академической литературе появилось несколько работ, в которых на основе эконометрического подхода с использованием таких переменных, как масштабы экономики, уровень дохода, ликвидности финансовых рынков и др., вычисляются конкретные показатели изменения структуры официальных мировых резервов. Рассматривается несколько сценариев вытеснения доллара с позиций мирового гегемона.

Анализируя перспективы увеличения роли евро, аналитики отмечают, что уже сейчас эта валюта составляет серьезную конкуренцию доллару. Это вторая после доллара резервная валюта (доля в мировых официальных запасах составляет в настоящее время 24,19%)¹. Важность и роль евро определяются экономическими и финансовыми показателями роста Евросоюза. В 2013 г. капитализация рынка ценных бумаг (акции и облигации) зоны евро и Великобритании вместе взятых составила 37,4 трлн долл., т. е. 30% от мировой величины. Соответствующие показатели США – 43,5 трлн долл. (или 35% к ВВП). В перспективе, после возможного присоединения Великобритании к зоне евро, последняя сможет превзойти США по многим показателям развития рынков капитала. По мнению некоторых аналитиков, к которым присоединяется и бывший председатель ФРС США А. Гринспэн, евро в долгосрочной перспективе к 2020 г. сможет заменить доллар в качестве лидирующей резервной валюты, если будут реализованы следующие условия: 1) все страны Евросоюза, включая Великобританию,

¹ Здесь важно отметить, что американская экономика все еще существенно превышает экономики всех других стран мира (включая объединенную экономику стран зоны евро) по своим масштабам, эффективности и др. характеристикам. Американский рынок корпоративных облигаций примерно в 3 раза превышает соответствующий рынок в зоне евро и в 3,5 раза – рынок Японии; более того, он крупнее, чем все другие рынки, взятые вместе. Что касается американского рынка акций, то он в 2,5–3 раза превосходит рынки зоны евро и Японии. Такие масштабы рынка делают оправданными вложения даже в рискованные активы.

Швецию и Данию, присоединятся к зоне евро, т. е. будут использовать евро как национальную валюту; 2) тенденция к обесценению доллара останется устойчивой и в будущем.¹

Согласно точке зрения других аналитиков, которые делают акцент на особенно быстрых темпах экономики стран Азии, прежде всего Китая, существует вероятность того, что вызов доллару будет брошен со стороны юаня или какой-либо другой азиатской валюты.²

Интернационализация валют развивающихся стран

За последние полтора десятилетия ведущие развивающиеся страны сумели существенно укрепить свой экономический потенциал, превратившись в новые полюсы роста мировой экономики. Быстрый рост экспортных доходов и иностранных инвестиций позволил этим странам заметно улучшить состояние платежных балансов, накопить крупные валютные резервы и значительно повысить внутреннюю финансовую стабильность. Это, в свою очередь, способствовало последовательной отмене валютных ограничений, широко использовавшихся развивающимися государствами для поддержания устойчивости национальных валют и защиты внутреннего финансового рынка в условиях слабых платежных балансов.

Полная или частичная либерализация валютного законодательства обеспечила условия для интернационализации валют крупнейших развивающихся стран. Постепенно развиваются международные рынки этих валют, они начинают применяться при организации трансграничного кредитования и эмиссии долговых ценных бумаг. Под влиянием растущей нестабильности валютной системы и усиливающейся волатильности курсов ключевых мировых валют наметилась также тенденция вовлечения денежных единиц развивающихся стран во внутрирегиональную, в том числе приграничную торговлю.

Текущие масштабы использования валют развивающихся государств в международном обороте пока, однако, очень невелики и далеко не соответствуют возросшему вкладу этих стран в мировое производство и экспорт. Так, по данным Банка международных расчетов, совокупная доля валют России, Китая, Индии, Бразилии и ЮАР (страны БРИКС) в общем обо-

¹Jen S. Q&A on the Reserve Currency Status of the USD // Global economic forum. – April, 21, 2008. – P. 2 – Mode of access: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080421Mon.html>.

²Gao H., Yu Y. Internationalisation of the Renminbi // BoK-BIS Seminar, Seoul. 2009. March 19–20. (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>); Hongyi C., Peng W., Shu Ch. The Potential of the Renminbi as an International Currency // BIS, Asian Research Programme. February 2009 (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>); McCauley R. Renminbi Internationalisation and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. 2011. December. P. 41–56.

роте глобального валютного рынка в 2013 г. составляла 2,7%, при том что общий вклад указанных государств в глобальный ВВП оценивался в 20,2%.

Интернационализация валют развивающихся стран наталкивается на объективные преграды, в первую очередь низкую ценовую стабильность и слабость внутренних валютно-финансовых рынков. Кроме того, в ряде стран, несмотря на заметную либерализацию валютного законодательства в последние годы, еще сохраняются серьезные ограничения на проведение валютных операций, особенно связанных с движением капитала.

В перспективе, по мере преодоления этих барьеров, следует ожидать значительного повышения роли национальных валют крупнейших развивающихся государств в обслуживании международной торговли и трансграничных потоков капитала, что позволит им занять заметное место в современной валютной системе, более соответствующее значению их стран для глобальной экономики.

Китай. Валютная политика КНР нацелена на всестороннюю поддержку национального экспорта. Это обеспечивается, прежде всего, сохранением на протяжении многих лет заниженного курса юаня по отношению к валютам основных торговых партнеров. В частности, по оценкам сотрудников ОЭСР, курс юаня к доллару занижен в настоящее время на 20–25%. Такая валютная политика стимулирует не только китайский экспорт, но и масштабный приток в страну прямых капиталовложений из-за рубежа, удешевляя для иностранных предпринимателей стоимость реализации инвестиционных проектов на территории Китая.

В то же время ее проведение препятствует скорейшей интернационализации юаня и его широкому использованию в мировой торговле и финансах. Опасаясь масштабного притока спекулятивного капитала в страну и усиления давления на курс национальной валюты, а также возможности создания неконтролируемого международного рынка юаня, способного при неблагоприятной внешней конъюнктуре подорвать внутреннюю финансовую стабильность, китайские власти сохраняют многочисленные ограничения по операциям с капиталом.

Несмотря на поддержание жестких валютных ограничений, китайские власти предпринимают отдельные шаги по интернационализации юаня, в частности, вовлекая его в обслуживание приграничной торговли с сопредельными странами посредством заключения межгосударственных соглашений о взаимном обмене национальных валют. Юань уже стал основной валютой платежа в приграничной торговле Китая с Монголией, Вьетнамом, Мьянмой и Непалом. Все шире он применяется и во взаимной торговле с Россией, Филиппинами и Южной Кореей.

Еще одним заметным шагом на пути интернационализации китайской валюты стало разрешение властей страны на проведение отдельных опера-

ций с юанем на территории Гонконга. Его резиденты могут теперь использовать китайскую валюту при осуществлении денежных переводов, проведении операций по банковским картам и открытии депозитов в местных банках. В свою очередь, китайские компании и банки получили возможность размещать на гонконгской бирже облигационные займы в юанях, что открыло путь для развития в Гонконге рынка финансовых инструментов, номинированных в китайской валюте. Этот процесс может заметно ускориться после планируемого создания единой системы торгов акциями китайских компаний, обращающихся на гонконгской и шанхайской биржах.

Увеличение объемов финансовых операций в юанях на территории Гонконга сопровождается ростом торговли китайской валютой на мировом рынке. За последние 5 лет практически с нуля сформировался международный рынок форвардных контрактов в юанях в Гонконге и Сингапуре, среднеспособной оборот в 2013 г. составлял 30 млрд долл., или почти половину оборота внутреннего валютного рынка Китая.

Отсутствие официальной позиции властей КНР о планах по либерализации валютного законодательства и будущей роли юаня в глобальной экономике дает основания предположить, что его превращение в международную валюту не входит в число первоочередных задач государственной политики Китая. По мнению специалистов Банка международных расчетов и Резервного банка Австралии, китайские власти пока не рассматривают национальную валюту как инструмент внешнеэкономической экспансии, считая приоритетным сохранение жесткого контроля за внутренним финансовым рынком. Вместе с тем все более широкие торгово-экономические связи Китая с остальным миром, положительное сальдо по текущим операциям платежного баланса (рис. 10) и высокая курсовая стабильность юаня (рис. 11) будут способствовать естественному расширению его использования в мировой торговле и финансах.

В марте 2013 г. Китай и зона евро подписали своповое соглашение на 45 млрд евро, еще раньше, 30 марта 2013 г., монетарные власти Китая заключили валютный своп с Бразилией на сумму 30 млрд долл. США. Предполагается, что в случае дестабилизации международной финансовой системы эти государства смогут предложить другой стороне заемные средства в валюте партнера. В результате появится возможность избежать использования долларовых резервов. Китай постепенно добивается упрочения позиций юаня в международных финансах.

Индия. В отличие от Китая валютная политика Индии носит более открытый характер и во многом ориентирована на создание условий, облегчающих приток иностранного капитала на внутренний рынок. В частности, обеспечение годового притока прямых иностранных инвестиций в объеме не менее 25 млрд долл. заявлено как одна из приоритетных экономических задач, стоящих перед страной.

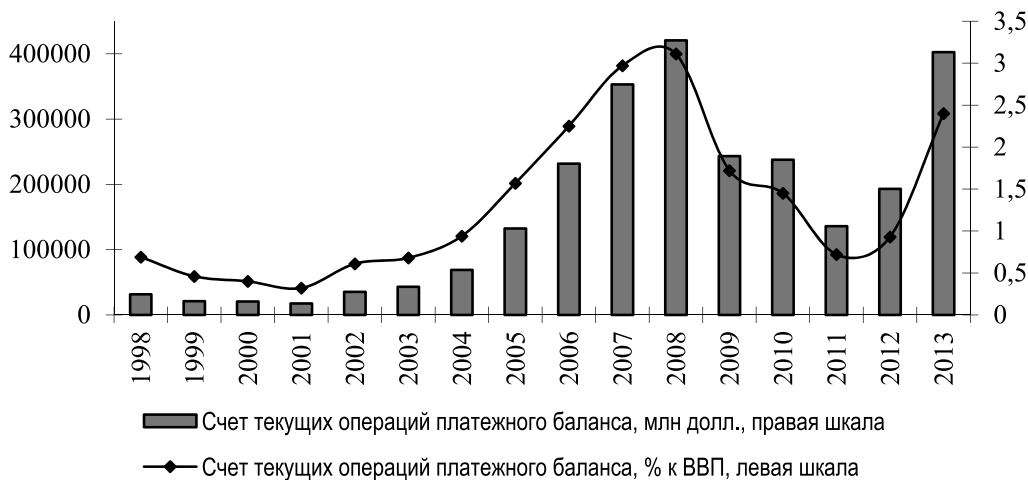


Рис. 10. Счет текущих операций платежного баланса в Китае, 1998–2013 гг.

Источник: Данные ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

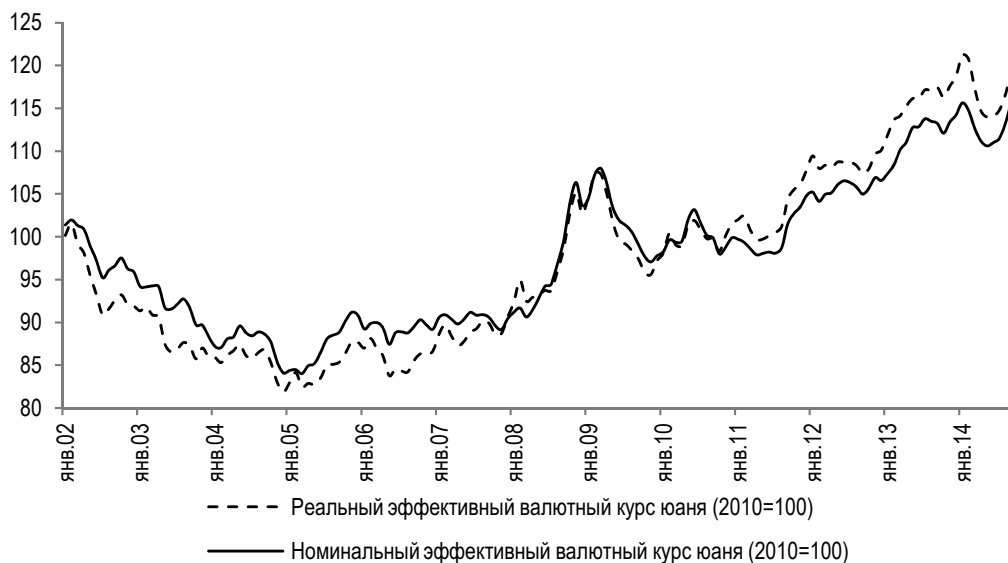


Рис. 11. Номинальный и реальный эффективный валютный курс юаня (2010=100), 2002–2014 гг.

Источник: BIS (<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>).

Проводимая Индией в 2000-е гг. политика валютной либерализации способствовала повышению конвертируемости рупии и созданию условий для ее постепенной интернационализации. В частности, резиденты страны

получили право приобретать зарубежные активы и привлекать займы за границей, а нерезиденты – осуществлять прямые и портфельные инвестиции на индийском рынке. Вместе с тем либерализация валютных операций в Индии еще далека от завершения. Сохраняются существенные различия в режиме валютного регулирования для компаний, банков и физических лиц, а также для отдельных видов операций с капиталом.

Стремительный рост индийской экономики, расширение торгово-экономических связей с остальным миром и все более активное участие страны в международном движении капитала способствуют ускорению объемов валютных сделок с индийскими рупиями на внутреннем и внешнем рынках. Так, средние обороты на внутреннем валютном рынке увеличились с 1,5–2 млрд долл. во второй половине 1990-х гг. до 27,4 млрд долл. в 2010 г. Обороты по форвардным валютным контрактам на рупию в Лондоне и Сингапуре за тот же период выросли с 50 млн долл. до 1,5 млрд долл. в день. Быстрое расширение объемов торговли рупией внутри страны и за границей привело к более чем трехкратному увеличению ее доли в обороте мирового валютного рынка – с 0,1 до 0,5%.

Валютная либерализация в Индии тесно увязана с успешным осуществлением реформ в банковском секторе, государственных финансах, на рынке ценных бумаг, а также ростом внутренней финансовой стабильности, в частности – снижением инфляции. Индийские власти рассчитывают достичь полной конвертируемости рупии к 2015 г.

Бразилия. Интернационализация бразильского реала происходит в рамках крупного регионального интеграционного объединения МЕРКОСУР, на долю стран-участниц которого приходится более 75% совокупного ВВП Латинской Америки. Расширение торгово-экономических связей между государствами региона способствует вовлечению национальных валют в обслуживание взаимной торговли, которое находит активную поддержку на официальном уровне. Так, в июле 2008 г. на саммите МЕРКОСУР Бразилия и Аргентина договорились о расширении использования реала и песо в двухсторонних расчетах и увязке их обменных курсов в рамках единого коридора по отношению к другим валютам. По мнению руководства двух стран, эта инициатива обеспечит условия для дедолларизации взаимного товарооборота, позволит повысить стабильность курса национальных валют и создаст предпосылки для введения в будущем единой валюты на территории МЕРКОСУР.

* * *

Экономическая нестабильность, разразившаяся в развитых странах, а затем перекинувшаяся на весь мир, обострила давно назревавшие вопросы: может ли такое положение сохраняться бесконечно, где пределы господствующих позиций доллара, роста внешнего долга и возможностей США финансировать свою экономику за счет всего остального мира? От-

веты на эти вопросы не столь очевидны, как это может показаться на первый взгляд. Возможны несколько сценариев развития событий.

1. Сильное и продолжительное падение курса доллара, как следствие развития финансового и экономического кризиса, приведет к падению доходности американских бумаг в единицах иностранной валюты, резкому падению спроса на них со стороны иностранных государств. В результате будет нанесен сокрушительный удар американской финансовой системе. А учитывая роль США в мировой экономике, финансах и торговле, этот удар произведет действие бумеранга на мировую экономику в целом. Этот сценарий, на наш взгляд, маловероятен.

2. Учитывая зависимость многих стран мира от доллара как резервной валюты, иностранные государства, прежде всего страны «большой семерки», предпримут и уже начали осуществлять все возможные действия, направленные на поддержание курса доллара, с тем чтобы не допустить краха мировой финансовой системы. Согласно последним данным (июнь 2014 г.), центральные банки Евросоюза сделали очередные шаги по вливанию ликвидности в экономику своих стран; увеличены объемы государственных гарантий по депозитам частных банков и гарантий межбанковского кредитования. Осуществляются также и более радикальные меры, такие как национализация находящихся в кризисе некоторых частных банков, имеющих системное значение для финансовой системы Евросоюза.

Тем не менее, уже сейчас представляется очевидным, что «вялый» экономический рост США подтолкнет развитие тенденции к ослаблению позиций доллара как лидирующей валюты и к изменению финансовой архитектуры мира. Главный вызов, бесспорно, будет исходить от евро, обладающего многими преимуществами из тех, что присущи доллару, но при этом характеризующегося меньшими рисками. Однако в способности выполнять одну немаловажную функцию резервной валюты, а именно служить средством накопления стоимости и удовлетворять потребность стран мира в ликвидности, евро, похоже, будет еще длительное время уступать доллару. Поэтому наиболее вероятным представляется такой сценарий развития валютных отношений, при котором ускорится процесс диверсификации официальных валютных резервов в направлении к увеличению доли евро и других резервных валют и уменьшению доли доллара. Постепенно будет развиваться многополюсная финансовая архитектура мира. Соотношение мощи валют во многом будет зависеть от глубины и длительности текущей экономической нестабильности в развитых странах, а также от эффективности действий правительств по ее преодолению.