

УДК 339.7

СОВРЕМЕННАЯ МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЁ РАЗВИТИЯ

© 2013 г. **Д.И. Кондратов***
Институт Европы РАН, Москва

В статье предпринята попытка сформулировать концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы, которые определяют правила её функционирования и межгосударственного регулирования, с учётом 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 активно обсуждаются. Многие эксперты высказывают мнение, что в ближайшие годы её ожидают серьёзные 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, Соединённые Штаты вследствие хронических проблем в экономике, прежде всего так называемого «двойного дефицита» платёжного баланса и федерального бюджета, располагают лишь ограниченными возможностями поддерживать лидирующие позиции доллара в мировой валютной системе. Одним из последствий такого положения стала, в частности, происходившая в последние годы быстрая девальвация доллара, которая заметно затруднила его использование в качестве резервной и расчётной 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 её непосредственная связь с усилением международных платёж-

* **КОНДРАТОВ Дмитрий Игоревич** – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института Европы РАН. E-mail: kondratov@ieras.ru

ных дисбалансов – ростом дефицита платёжного баланса США, с одной стороны, и увеличением положительного сальдо балансов многих других стран, особенно стран Азии и стран – экспортёров 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 наших дней, спровоцированный кризисом финансовой системы США, начавшимся в 2007 г., ещё больше обострил проблему долларowego 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 своём развитии прошла несколько последовательных этапов. Каждый из них характеризовался рядом отличительных особенностей и, в первую очередь, преобладавшей на протяжении определённого 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 выполняло золото, а также национальные валюты ведущих западных стран. Такие валюты получили название резервных, поскольку главным образом именно в них государства хранят свои международные резервы. 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

Составлено автором по данным центральных банков.

Высокая заинтересованность государств в достижении валютного превосходства определяется значительными преимуществами, которые обеспечивает стране резервный статус её валюты. К ним относятся, прежде всего, возможность покрытия дефицита платёжного баланса национальной валютой, заметное укрепление международных конкурентных позиций производителей и

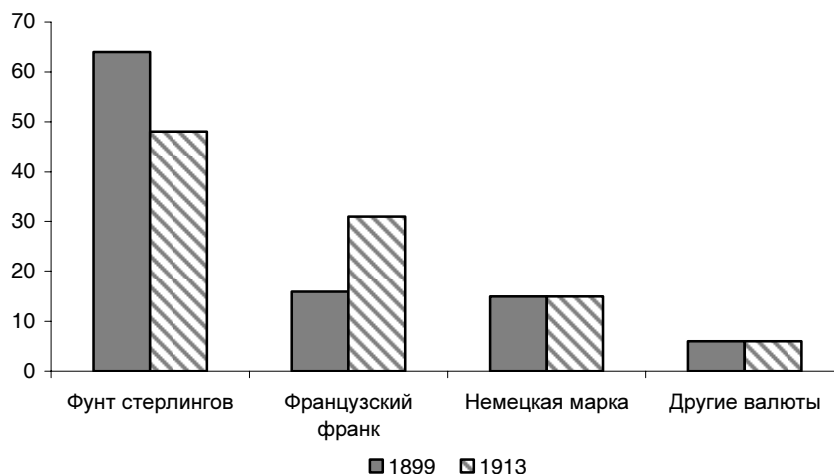
финансовых институтов страны-эмитента, масштабное увеличение притока иностранного капитала в национальную экономику. Превосходство в валютной сфере даёт и существенные политические дивиденды, поскольку другие страны, использующие резервную валюту во внешнем и внутреннем обороте, в определённой степени зависят от стабильности этой валюты и, соответственно, от благополучия выпускающего её государства. Это, безусловно, способствует повышению их лояльности к стране – эмитенту резервной валюты, нередко заставляя их двигаться в фарватере её международной политики. Этим преимуществом сегодня, в частности, активно пользуются США, для которых доминирование американского доллара на глобальном рынке является едва ли не более важным инструментом 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 остаётся 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 расчётов и формирования резервов активно использовались векселя и другие платёжные инструменты, выписанные в валютах ряда ведущих государств. Особенно велика была роль английского фунта стерлингов, в котором во второй половине XIX века 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 века вдвое превышала сумму резервов во французских франках и немецких марках и более чем в 10 раз – долю доллара США (рис. 1).

Доминирующее положение Британской империи в валютной сфере в конце XIX – начале XX века 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 годы США опередили Великобританию по размеру ВВП. Надёжность английской валюты, чьё золотое содержание оставалось неизменным в течение 100 лет (с 1815 по 1914 г.), 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 была полноценной альтернативой официальному резервному активу – золоту.

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



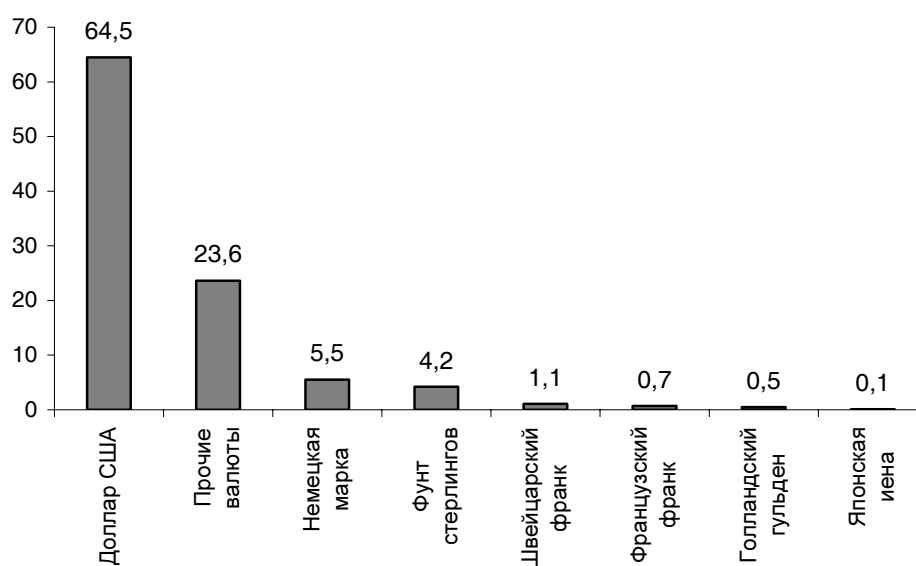
Составлено по данным Национального бюро экономических исследований США.

Новый этап восхождения доллара связан со статьями соглашения (Устава) МВФ, принятыми в 1944 г. на валютно-финансовой конференции ООН в г. Бреттон-Вудсе (США) и определившими структуру послевоенной мировой валютной системы. В качестве официальных резервных активов соглашение устанавливало золото, доллар и фунт стерлингов, при этом роль главной резервной валюты была отведена доллару. Для 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.

Статус основного резервного актива, огромный экономический потенциал и активная внешняя финансовая политика США при практически полном отсутствии конкуренции со стороны других валют создали возможность для быстрой международной экспансии доллара. В 50–70-х годах 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 расчётах 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 годов, после чего в ней стали нарастать кризисные явления. Они были вызваны несоответствием структурных принципов системы, принятых в 1944 г. и кардинально изменившихся за 20 послевоенных лет, мировому экономическому ландшафту. Существенно укрепились экономика и финансовый потенциал западноевропейских государств и Японии. Эти страны, доля которых

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



Составлено по данным Национального бюро экономических исследований США.

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 партнёры Америки периодически 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 сведён с дефицитом, а золотой резерв приблизился к минимально допустимому уровню 10 млрд. долларов. В этих условиях в августе 1971 г. США объявили о «временном» выходе из Бреттон-Вудских соглашений и отказе поддерживать свободный обмен долларов на золото. Это означало конец системы, основанной на привилегированном положении доллара как официально «главной» мировой валюты.

После этого страны перешли на плавающие валютные курсы. Мир вступил в эпоху денежной системы, основанной на «вере в доллар». Последний по-прежнему оставался мировым лидером. Этот статус доллар сохранил и в последнее десятилетие – на его долю в этот период приходилось в среднем две трети мировых запасов инвалютных 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 для того, чтобы ослабить национальные валюты и повысить конкурентоспособность экспорта, а также сохранить приток капитала из-за рубежа.

Введение евро и формирование современной структуры мировой валютной системы

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 ещё на 1971 г., когда был принят так называемый «план Вернера», предусматривавший создание единой валюты ЕЭС уже к концу 1970-х годов, 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 эку – безналичной расчётной и резервной единицы ЕЭС, прообраза евро. Десятилетний опыт функционирования ЕВС позволил европейским странам разработать и приступить с начала 1990-х годов к реализации амбициозного плана формирования Экономического и валютного союза ЕС.

В течение нескольких лет был осуществлен беспрецедентный по масштабу и сложности комплекс мер, призванный привести экономику, денежно-кредитную и бюджетную политику 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 возникали серьёзные сомнения в успехе новой валюты, в частности, в эффективности общей монетарной политики для государств с различными экономическими и социальными условиями. По прошествии более десяти 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.

Перспективы евро связаны, прежде всего, с огромным экономическим потенциалом стран зоны евро, вполне сопоставимым с параметрами экономики США. Сегодня из 27 стран на единую валюту перешли 17 государств. Их совокупная доля в глобальном ВВП на конец 2011 г. составляла 14,2% (доля США – 19,1%), в мировом товарном экспорте – 18,8% (США – 9,9%) (табл. 2). Примерный паритет между странами зоны евро и США сложился и по уровню развития финансового рынка (на конец 2011 г. общий объём рынка акций, долговых ценных бумаг и банковских активов зоны евро оценивался в 54,1 трлн. долл., США – 56,8 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 две 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, страны Балтии), ещё не соответствуют жёстким 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 достигнет американскую

Таблица 2

**Основные макроэкономические показатели в зоне евро,
США и Японии, 2011 г.**

Макроэкономические показатели	Зона евро	США	Япония
ВВП на душу населения (по ППС), в долл. США	30651	47186	32018
Темпы роста инвестиций в основной капитал (% к предыдущему году)	2,1	3,4	-0,3
Темпы роста реального ВВП (% к предыдущему году)	1,6	1,7	-0,3
Производительность труда (США=100)	84	100	66,8
Темпы роста частного потребления (% к предыдущему году)	0,2	2,2	0,0
Государственный долг (% к ВВП)	95,5	97,6	211,7
Бюджетный дефицит (-) / профицит (+) (% к ВВП)	-4,0	-10,0	-8,9
Счёт текущих операций платёжного баланса (% к ВВП)	0,1	-3,0	2,2
Долгосрочные процентные ставки (в % годовых)	4,31	2,79	1,10
Темпы роста промышленного производства (% к предыдущему году)	3,6	4,2	-3,6
Безработица (% от экономически активного населения)	9,9	9,0	4,6
Индекс потребительских цен (% к предыдущему году)	2,7	1,6	-1,1

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

Таблица 3

**Размеры финансового рынка стран зоны евро,
ЕС и США в 2011 г., трлн. долл.**

Сегменты рынка	Зона евро	ЕС	США
Капитализация рынка акций	8,4	13,1	19,6
Рынок долговых ценных бумаг	18,7	23,2	27,0
Государственных	6,6	7,7	6,2
Частных	12,2	15,5	20,8
Банковские активы	26,7	37,7	10,2
Совокупные финансовые активы	54,1	74,0	56,8
Совокупные финансовые активы, % к ВВП	511	542	431

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

экономику по основным характеристикам, в том числе по ёмкости финансовых рынков. Сейчас позиции, занимаемые евро на мировой арене, ещё 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.

Европейский центральный банк

Международная экспансия евро осуществляется достаточно медленно, без радикальных изменений, а в ряде сегментов мирового финансового рынка доля

Таблица 4

**Основные показатели, характеризующие роль евро
как мировой валюты на конец 2007 и 2011 гг.**

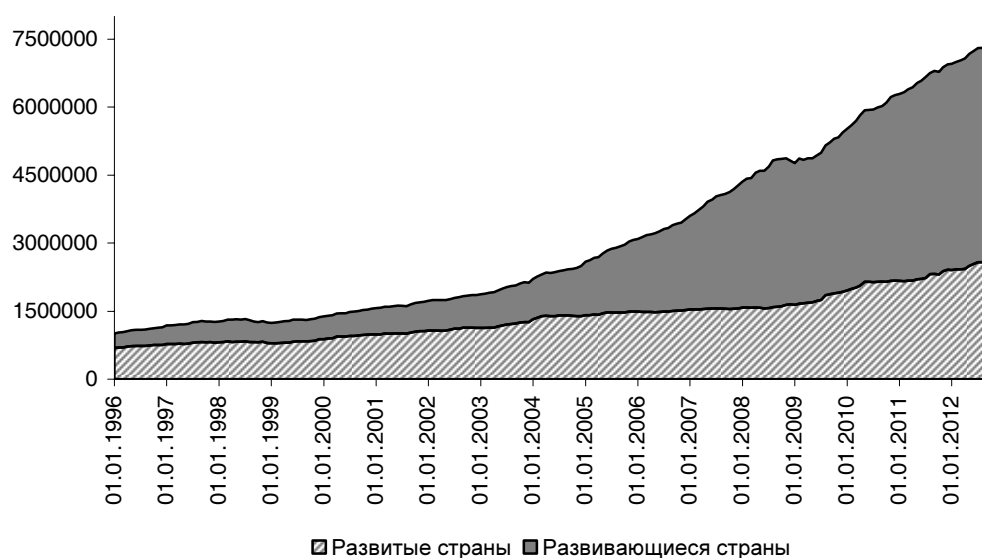
Основные показатели	2007 год, %	2011 год, %
Евро в валютных резервах	26,5	25,0
Евро на международном рынке долговых ценных бумаг	31,4	25,7
Евро на международном рынке займов и депозитов:		
международные займы, предоставленные банками стран зоны евро небанковским учреждениям вне зоны евро	36,3	21,8
международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро небанковским заемщикам в зоне евро	54,2	17,3
международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	46,7	22,4
международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро	49,9	22,8
Евро на международном валютном рынке:		
общий оборот на валютном рынке	37,2	19,5
ежедневная сумма взаимных расчётов в рамках <i>CLS</i>	39,3	20,7
Евро в расчётах по торговле товарами и услугами:		
расчёты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 39 до 62	66,7
оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 34 до 56	50,2
расчёты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 16 до 67	61,9
оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 23 до 71	61,4
Объём наличных евро за пределами зоны евро, млрд. евро	71,1	118

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 объёма евро в международном обороте, способном негативно отразиться на макроэкономической ситуации в зоне евро. Во всех программных документах ЕЦБ подчёркивается, что главной его задачей выступает обеспечение ценовой стабильности в зоне евро, а не ускоренное продвижение евро за рубежом. Осторожность ЕЦБ оправданна – евро является относительно новой валютой, уникальной с точки зрения количества охватываемых ею стран, поэтому постепенность интернационализации необходима для долгосрочной устойчивости евро.

**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 прихо-

Рис. 3. Официальные валютные резервы государств мира, 1996–2012 гг., млн. СДР



International Financial Statistics, 2013.

дится более 80% из 7,32 трлн. долл., накопленных во всём мире официальных валютных резервов. Эти же валюты преобладают в активах суверенных инвестиционных фондов, размер которых в начале 2013 г. достиг 3,3 трлн. долларов.

Основной спрос на доллар и евро в качестве резервных валют формируют развивающиеся страны, аккумулирующие более 75% официальных валютных запасов (рис. 3). Особенно заметным отрыв развивающихся государств от развитых по объёму накопленных резервов стал в 2000-е годы. 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 неё ценовой стабильности 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.

Выбор одной из ведущих мировых валют в качестве якоря денежно-кредитной политики привёл 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 жёсткую 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.

В свою очередь, в зону влияния евро входит около 50 стран, прежде всего государства Центральной и Восточной Европы, многие из которых недавно стали членами ЕС, а также большая группа франкоговорящих африканских государств, чьи национальные валюты до введения единой валюты были привязаны к франку. Интеграционные процессы в Европе являются сейчас главной движущей силой расширения зоны воздействия евро и его использования в качестве основной резервной валюты.

В будущем доллар и евро продолжат 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

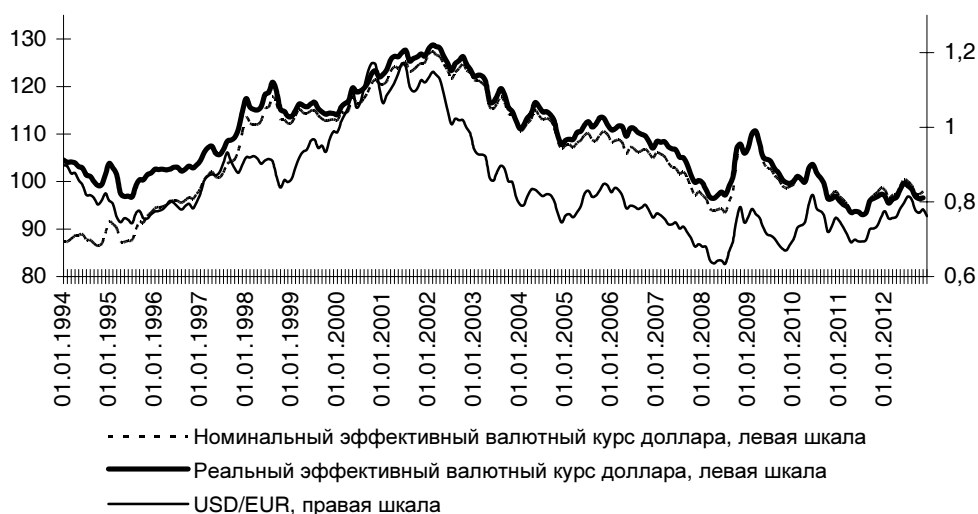
С начала 1990-х годов, когда США превратились в крупного должника по внешним платежам, а стоимость доллара стала постепенно понижаться, во многих странах усилилась озабоченность по поводу существенного обесценения резервов иностранной валюты, деноминированных в долларах. Так, с 2002 г. по 2011 г. доллар подешевел почти вдвое по отношению к евро и на четверть – к корзине валют основных торговых партнёров США (рис. 4). И только некоторая коррекция курса доллара в 2012 г. позволила несколько уменьшить масштабы его девальвации.

Как отмечает Р. Манделл, аналитик газеты «Уол-стрит джорнел», «было бы ошибкой не замечать, что устойчивые (с середины 1980-х годов) дефициты платёжного баланса США имели своим следствием превращение этой страны из крупнейшего мирового кредитора в крупнейшего должника... Тот факт, что американские доллары составляют преобладающие объёмы запасов международных резервов, делает эту валюту подсадной уткой валютных кризисов... Опора на доллар как на главное средство государственной валютной политики, формирования резервов и расчётную единицу уже не является больше необходимостью» [8].

Основные факторы, воздействующими на развитие тенденции к падению курса доллара в последние годы, таковы: (рис. 5).

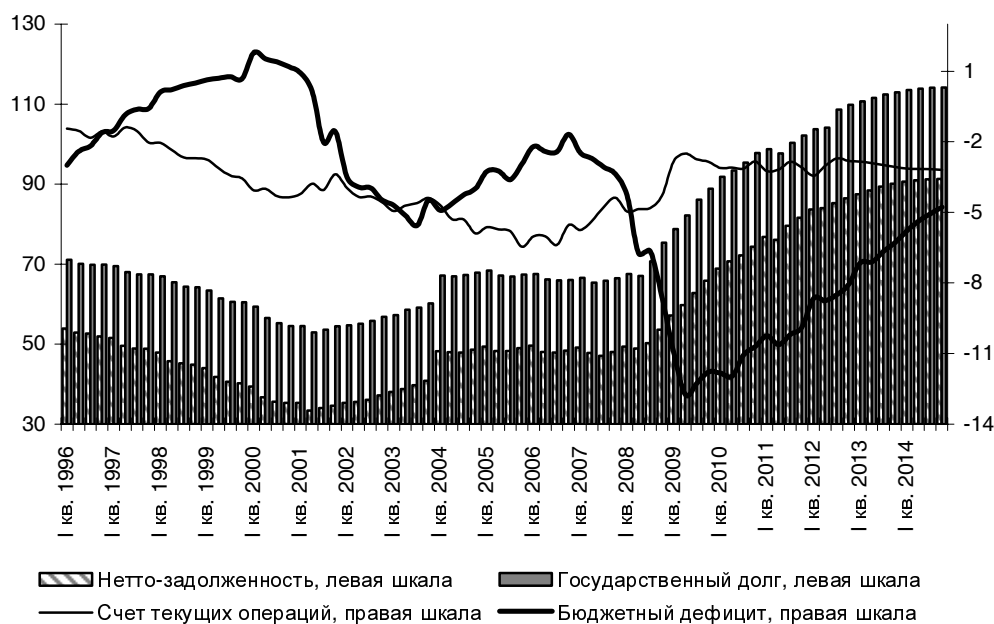
- Увеличение дефицита США по балансу текущих платёжных операций, т.е. разницы между платежами, которые американцы получают от других стран (экспорт, услуги, проценты по зарубежным инвестициям) и их собственными выплатами этим странам (импорт, услуги, займы). В 2011 г. дефицит составил

Рис. 4. Индекс номинального и реального эффективного валютного курса доллара (2010=100) и динамика курса доллара по отношению к евро, 1994–2012 гг.



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

Рис. 5. Государственный долг, нетто-задолженность, счёт текущих операций и бюджетный дефицит в США, 1996–2014 гг., % к ВВП)



Примечание: 2013–2014 гг. – прогноз.

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

465,9 млрд. долл., или 3,09% ВВП страны. Такая сумма дефицита означает, что страны – контрагенты США для сохранения стабильного баланса в расчётах

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 понижающее давление на доллар*.

- Второй важный фактор – крупный дефицит бюджета США. Озабоченность экономистов вызывает не сам факт 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.

Существующий колоссальный объём 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.

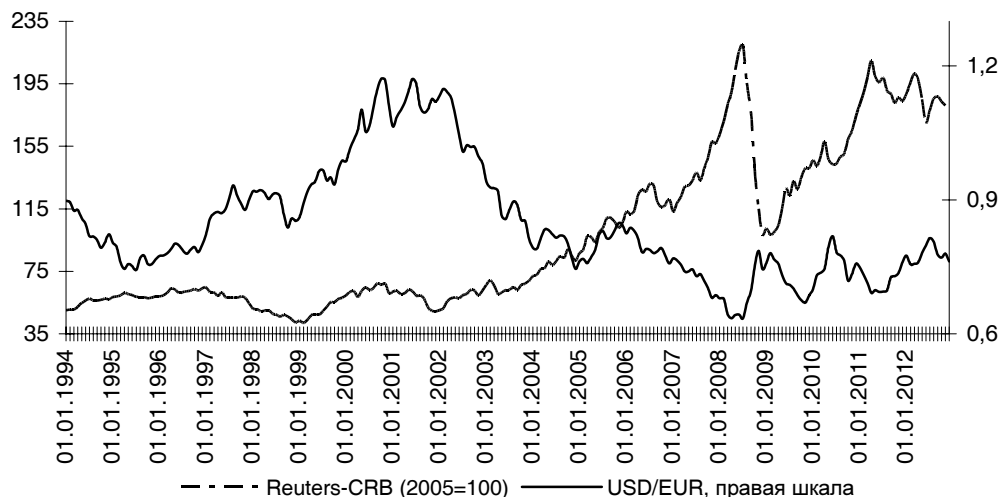
Рост нестабильности глобального рынка капиталов и происходившее до недавних пор снижение курса американской валюты повлекли за собой резкое повышение мировых цен на сырьевые товары, для которых доллар выступает основной валютой расчётов. В начале 2000-х годов коэффициент корреляции между курсом американской 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 -0,94 (рис. 6). Иными словами, в последние годы изменение стоимости сырья более чем на 90% объяснялось динамикой курса доллара. Так, при снижении курса доллара на 1% цена барреля нефти увеличивалась в среднем на 4 доллара.

Ослабление доллара сопровождалось также падением прибыли экспортёров готовой продукции, попавших в ножницы «долларовой девальвации» из-за существенного укрепления национальных валют и значительного увеличения производственных издержек под воздействием растущих цен на сырьевые товары. Одним из последствий этого стало снижение инвестиционного потенциала ориентированных на экспорт экономик и сокращение объёмов их зарубежных и внутренних капиталовложений.

Для держателей долларовых активов падение курса американской валюты обернулось прямыми финансовыми потерями, общая величина которых за последние пять лет, по оценкам, превысила 3 трлн. долл. Наиболее значительные убытки понесли ведущие торговые партнёры США: Япония, Китай, страны

* Израильский аналитик Ровен Хошен полагает, что экспоненциальный рост долга связан с амбициозной внешней политикой и консервативным управлением экономикой [5]. Под консервативным Р. Хошен 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.

Рис. 6. Динамика курса доллара по отношению к евро и индекса Reuters-CRB, 1994–2012 гг.



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

Таблица 5

Темпы роста реального ВВП в мире, зоне евро, США, Японии, ОЭСР, странах быстрорастущей Азии, 2000–2014 гг., % к предыдущему году

Страны и/или регионы мира	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
Зона евро	3,9	2,0	0,9	3,3	2,9	0,2	-4,3	1,9	1,4	-0,4	-0,1	1,3
США	4,1	1,0	1,8	2,6	1,9	-0,3	-3,0	2,3	1,8	2,2	2,0	2,8
Япония	2,2	0,3	0,2	1,6	2,1	-1,0	-5,5	4,5	-0,7	1,6	0,6	0,7
Страны быстрорастущей Азии	6,6	0,2	4,6	6,1	6,4	2,3	-1,2	9,1	3,9	3,2	4,4	4,8
Страны ОЭСР	4,1	1,3	1,7	3,1	2,7	0,1	-3,6	2,9	1,8	1,4	1,4	2,3
Мир	4,7	2,1	2,6	4,9	5,1	2,4	-1,1	4,9	3,6	2,9	3,4	4,2

Примечание: 2013–2014 гг. – прогноз.

Данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

зоны евро. При этом неопределённость перспектив доллара подталкивает международных инвесторов к уменьшению долларовых активов и увеличению вложений в другие ведущие валюты, прежде всего евро. Это формирует предпосылки для дальнейшего обесценения доллара, что усиливает нестабильность на глобальном валютном рынке и оказывает негативное влияние на развитие мировой экономики. По прогнозу Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), вследствие резкого ухудшения ситуации на международных валютно-финансовых рынках темпы роста мирового ВВП сократятся с 4,9% в 2010 г. до 3,4% в 2013 г. и 4,2% в 2014 г. (табл. 5).

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 годов в 2011 г. объём мировой торговли товарами вырос почти в 4 раза, до 17,16 трлн. долл. в год (рис. 7), прямых и портфельных инвестиций – в 5 раз – до 4,5 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 обернулось существенным ухудшением состояния торгового баланса страны, дефицит которого за 1996–2012 гг. вырос почти в 4 раза – с 124,7 млрд. долл. (1,24% к ВВП) до 470,2 млрд. долл. (2,96% к ВВП) в год.

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

Во-вторых, более быстрые в сравнении с другими развитыми странами темпы роста экономики США в эти годы и высокая доходность долларовых активов, подогревая бумом 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 лишь в 2002 г. Её основные предпосылки:

- 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;

Рис. 7. Объем мировой торговли товарами услугами (с сезонной корректировкой), 1996–2012 гг., млрд. долл.



International Financial Statistics, 2013.

Рис. 8. Сальдо счёта текущих операций и счёта движения капитала зоны евро с США, 2003–2012 гг., млн. евро



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

- 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 2004 г. отрицательного сальдо финансовых операций США со странами зоны евро) (рис. 8);

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

Faruqee H. Exchange Rate Pass-Through in the EuroArea // MT Staff Papers. 2006. Vol .3. No. 1. P. 388.

**Рис. 9. Чистая международная инвестиционная позиция США,
1976–2011 гг., млн. долл.**

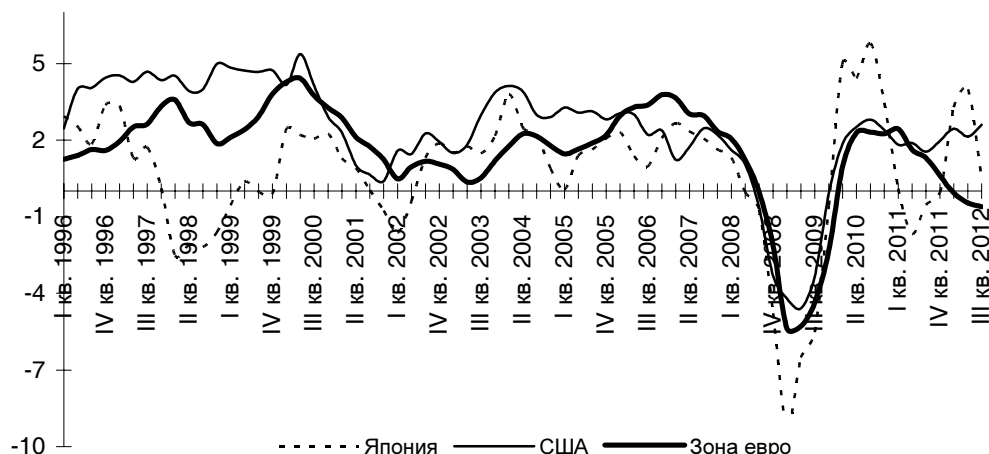


International Financial Statistics, 2013.

- 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 начале 2000-х годов к заметному снижению внешнеторгового дефицита США, в первую очередь, из-за ограниченного влияния валютного курса на объёмы и стоимость американского импорта. Прежде всего, экспортёры 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 начале 2000-х годов и вызванный этим кредитный бум в

Рис. 10. Темпы роста реального ВВП в Японии, США и зоне евро, 1996–2012 гг., % к предыдущему году



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

экономике США также поощряли быстрый рост потребления импортной продукции американскими предприятиями и домохозяйствами.

Накопление дефицита торгового баланса сопровождалось неизбежным ростом внешней задолженности США, превратившихся за последние полтора десятилетия в крупнейшего нетто-должника остального мира. В 2011 г. обязательства США перед нерезидентами достигли 40 трлн. долл., превысив на 2,4 трлн. долл. требования к остальному миру (рис. 9).

В 2007–2008 гг. ситуация для США, однако, заметно ухудшилась. В результате острого кризиса на рынке недвижимости резко замедлились темпы роста американской экономики (рис. 10), а крах пирамиды высокорисковой ипотеки *sub-prime*, повлекший за собой огромные убытки инвесторов по всему миру, поставил под серьёзное сомнение качество многих видов американских финансовых инструментов, обращающихся на глобальных рынках. Эти факторы, а также значительное ухудшение международных позиций доллара в последнее время способно серьёзно затруднить для 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 американской валюте.

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 перспективе ещё 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 фин. г. 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.

Резкое ухудшение ситуации на американских финансовых рынках во второй половине 2007–2008 гг., спровоцированное кризисом ипотеки *sub-prime*, привело к сокращению притока иностранного капитала в страну и обернулось почти 15%-ным падением курса доллара к евро и 8%-ным – к корзине валют основных торговых партнёров США в начале 2008 года.

Зарубежные инвесторы, понёсшие крупные потери по ипотечным бумагам, прежде всего, существенно ограничили спрос на ценные бумаги корпоративного сектора США. Для американской экономики, испытывающей всё большую зависимость от внешних заимствований, сокращение притока иностранного капитала на фондовый рынок затрудняет привлечение финансовых ресурсов национальными компаниями и банками и повышает риск банкротства ряда крупных корпоративных эмитентов (рис. 11).

Сокращение вложений нерезидентов в американские ценные бумаги было отчасти компенсировано увеличением их инвестиций в государственные долговые обязательства США. Размер этих инвестиций в начале 2012 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 надёжное 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 стимулировать замедлившийся экономический рост в современных условиях существенно ограничивают возможности монетарных властей для проведения политики высоких процентных ставок, которая содействовала бы привлечению иностранного капитала и укреплению курса доллара (рис. 12).

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 сохранит статус ведущей мировой валюты. Во-первых, в значительной девальвации доллара и

Рис. 11. Прирост внешних обязательств США,
млрд. долл. в квартал, 2005–2012 гг.



International Financial Statistics, 2013.

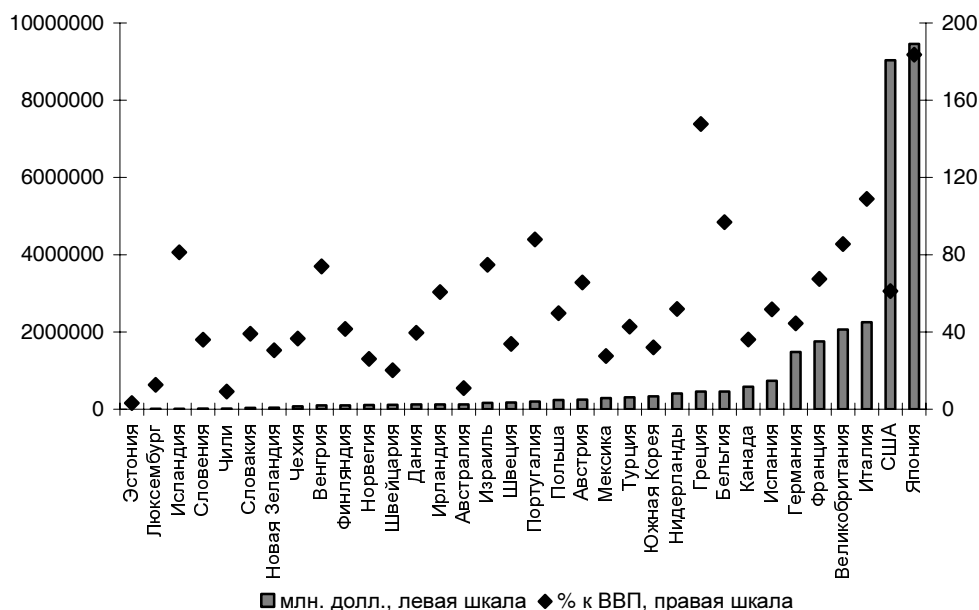
Рис. 12. Процентные ставки в США, 1996–2012 гг. % годовых



International Financial Statistics, 2013.

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 серьёзному обесценению долларовых активов, ускорению глобальной инфляции, сокращению производства и снижению занятости в ведущих экспортно-ориентированных эко-

Рис. 13. Государственный долг в странах Организации экономического сотрудничества и развития, 2010 г.



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

номиках, 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.

Во многом преувеличенными являются опасения и по поводу скорого краха финансовой системы и пирамиды государственного долга США. На практике монетарные власти Соединённых Штатов предпринимают активные шаги, чтобы поддержать высокую ликвидность национальных рынков капитала и предотвратить банкротства крупнейших кредитно-финансовых институтов страны, а размер и структура государственного долга пока не угрожают финансовой стабильности в стране. Госдолг, действительно, превышает 9 трлн. долл. и является одним из самых крупных в мире. Вместе с тем, отношение госдолга к ВВП составляет у США 61,3%, что в 3 раза меньше, чем у Японии, и в 1,5 раза меньше, чем в зоне евро (рис. 13). При этом эффективный долговой менеджмент позволяет Казначейству США сохранять процентные выплаты на одном уровне, несмотря на абсолютный рост заимствований. Более того, размер этих выплат неуклонно снижается по отношению к основной сумме долга и ВВП страны. Если в конце 1980-х годов процентные расходы достигали 8,5% величины государственного долга и 4% ВВП, то в 2012 г. они были вдвое ниже по отношению к этим показателям.

Во-вторых, в долгосрочном плане центральные банки и другие инвесторы извлекают бóльшие 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 счёт 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 платёжного баланса создаёт 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 ещё не отмечается резкого поворота от доллара. В последние годы прослеживается тенденция к сокращению доли доллара в пользу других валют – евро и азиатских денег. Так, по данным МВФ, с 2001 по 2011 г. доля доллара в общемировых запасах инвалюты сократилась с 71,5 до 62,2%, причём в промышленно развитых странах она была более высокой (66,2%), чем в развивающихся странах (57,4%). За тот же период доля евро возросла с 19,2 до 25,0%, при этом в развивающихся государствах отмечается более высокая концентрация запасов евро (27,4%), чем в развитых странах (23,0%). 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 стала 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 годов (50%), то обнаруживается существенное повышение этой доли к 2011 г. (62,2%).

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 серьёзную конкуренцию доллару. Это вторая после доллара резервная валюта (доля в мировых официальных запасах составляет в настоящее время 25%). Важность и роль евро определяется эко-

номическими и финансовыми показателями роста Евросоюза. В 2011 г. капитализация рынка ценных бумаг (акции и облигации) зоны евро и Великобритании вместе взятых составила 37,4 трлн. долл., т.е. 30% мировой величины. Соответствующие показатели США – 43,5 трлн. долл. и 35% [6]. В перспективе, после 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 А. Гринспен, евро в долгосрочной перспективе – к 2020 г. – сможет заменить доллар в качестве лидирующей резервной валюты, если будут реализованы следующие условия: 1) все страны ЕС, включая Великобританию, присоединятся к зоне евро, т.е. будут использовать евро как национальную валюту; 2) тенденция к обесценению доллара останется устойчивой и в будущем [6, р. 4].

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 [1; 3; 4; 7].

Финансовый кризис 2007–2008 гг., разразившийся в США, а затем перекинувшийся на весь мир, обострил давно назревавшие вопросы: может ли такое положение сохраняться бесконечно, где пределы господствующих позиций доллара, роста внешнего долга и возможностей США финансировать свою экономику за счёт всего остального мира? Ответы 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, приведёт к падению доходности американских бумаг в единицах иностранной валюты, резкому падению спроса на них со стороны иностранных государств. В результате будет нанесён сокрушительный удар американской финансовой системе. А учитывая роль США в мировой экономике, финансах и торговле, этот удар произведёт 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 семёрки», 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 (октябрь 2012 г.), центральные банки стран Евросоюза сделали первые шаги по вливанию долларовой ликвидности в экономику своих стран; увеличены объёмы 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 очевидно, что «вялый» экономический рост США подтолкнёт 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 ещё длительное время уступать доллару. Поэтому наиболее вероятным выглядит 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 текущего европейского финансового кризиса, а также от эффективности действий правительств по его преодолению.

Список литературы

1. *Cockerell L., Shoory M.* Internationalising the Renminbi // RBA Bulletin. June 2012. P. 77-90 (<http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2012/jun/pdf/bu-0612-9.pdf>).
2. *Faruqee H.* Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area // IMF Staff Papers. 2006. Vol. 53. No. 1. P. 63-88.
3. *Gao H., Yu Y.* Internationalisation of the Renminbi // BoK-BIS Seminar. Seoul. 2009. March 19-20 (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>).
4. *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>).
5. *Hoshen R.* Policy and Agenda. The Danger of a Global Economic Tidal Wave // Media. December 14, 2006. P. 1-8 (http://www.amedia.org/Show_Article.asp?DynamicContent11-1972&MenuID-726&Thread11-).
6. *Jen S.* Q&A on the Reserve Currency Status of the USD // Global Economic Forum. April 21, 2008. P. 2 (<http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080421Mon.html>).
7. *McCauley R.* Renminbi Internationalisation and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. 2011. December. P. 41-56.
8. *Rajan R.S., Kiran J.* Will the Greenback Remain the World's Reserve Currency? (<http://www.freewebs.com/rrajan1/Reserves.pdf>).