

## ДОЛЛАР США И ЕВРО В МИРОВОЙ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЕ РАЗВИТИЯ

Д.И. Кондратов\*

Проблема доллара как резервной валюты непосредственно связана с усилением международных платежных дисбалансов: ростом дефицита платежного баланса США и увеличением положительного сальдо балансов многих других стран, особенно стран Азии и стран – экспортеров нефти. 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 гегемонии и поставил под вопрос устойчивость лидирующих позиций доллара.

В статье предложены возможные пути и механизмы перестройки мировой валютной системы на мультивалютный стандарт.

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

**JEL-классификация:** E42, G01, E42, F33, O24.

*Материал поступил 6.04.2018 г.*

### *Мировые деньги как основной элемент валютной системы*

Современный этап развития мировой экономики характеризуется заметным повышением нестабильности мировой валютной системы. Это проявляется прежде всего в возросшей волатильности обменных курсов и ослаблении позиций ключевой мировой валюты – доллара США, который с 2003 по 2016 год подешевел на 2,1% по отношению к европейской валюте и на 3,0% – к корзине валют стран – основных торговых партнеров США (рис. 1).

Усиление нестабильности мировой валютной системы стало результатом накопления в мировом хозяйстве значительных торговых и инвестиционных дисбалансов, связанных главным образом с бюджетной политикой США – крупнейшего участника глобальных рынков товаров и капитала. Быстрый рост частного потребления в США в последние годы привел к формиро-

ванию огромного дефицита американского торгового баланса, размер которого за 2003–2016 гг., по данным Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), увеличился в 1,4 раза с 541,6 млрд долл. до 752,5 млрд долл. (рис. 2).



Рис. 1. Изменение номинального курса доллара США к евро и эффективного валютного курса доллара США, 2003–2017, % г./г.

*Источник.* Данные ОЭСР.

\* Кондратов Дмитрий Игоревич (dmikondratov@yandex.ru), кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Института экономики Российской академии наук (г. Москва, Россия).

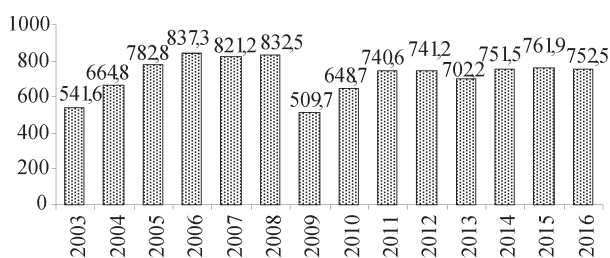


Рис. 2. Дефицит торгового баланса США (по методологии платежного баланса), 2003–2016, млрд долл.

Источник. Данные ОЭСР.

Для его покрытия США, пользуясь доминирующим положением своей валюты, активно привлекали иностранный капитал, став тем самым основным мировым импортером не только товаров и услуг, но и финансовых активов. Однако появление в начале 1999 г. единой европейской валюты сначала в безналичном обороте, а с 2002 г. в наличном обороте стран – членов зоны евро и разгоревшийся в США в 2007 г. ипотечный кризис, поставивший под сомнение качество американских долговых инструментов, подтолкнули зарубежных инвесторов к заметному сокращению долларовых вложений. Это, в свою очередь, способствовало снижению спроса на доллар и ускорению темпов его обесценения вплоть до середины 2008 г.

Пессимистично настроенные аналитики, несмотря на наметившийся с 2014 г. рост курса доллара, прогнозируют в долгосрочной перспективе его ослабление и нарастание глобальных дисбалансов в американской экономике. Их опасения связаны в первую очередь с высоким уровнем корпоративной задолженности, размер которой к концу 2016 г., по данным Банка международных расчетов, достиг 13,5 трлн долл., или 72,3% к ВВП, и продолжает увеличиваться с ростом дефицита торгового баланса, формируя пирамиду американского государственного и корпоративного долга. Поддержание ее устойчивости требует постоянного привлечения иностранного капитала, что в условиях ухудшения состояния мировых финансовых рынков может оказаться весьма затруднительным. При этом банкротство из-за сокращения притока внешних ресурсов нескольких крупных

корпораций или финансовых институтов способно вызвать цепную продажу американских долговых обязательств и резкое понижение курса доллара США.

В то же время в обесценении доллара не заинтересованы ведущие мировые «игроки» финансовых рынков – центральные (национальные) банки, транснациональные банки и корпорации. Обострение проблем с долларом вызвало бы снижение долларовой прибыли, ускорение инфляции в развивающихся странах, ухудшение условий мировой торговли. В этой ситуации все держатели американских активов оказываются в некотором роде заложниками доллара, нуждающимися в сохранении его устойчивости. Для США это означает, в частности, готовность монетарных властей других стран к осуществлению интервенций в поддержку американской валюты.

Во многом преувеличенными являются опасения и по поводу скорого краха пирамиды государственного долга, превышающего 18,7 трлн долл., который является самым крупным в мире, отношение его размера к ВВП составляет у США 100,6%, что почти в более чем два раза меньше, чем у Японии, и на 3 п. п. ниже, чем у стран зоны евро (рис. 3).

При этом благодаря грамотному управлению процентные выплаты по долгу многие годы остаются на одном уровне, даже несмотря на абсолютный рост заимствований. Устойчивости долговой пирамиды способствует и структура кредиторов, в которой преобладают резиденты США, а также зарубежные центральные банки и

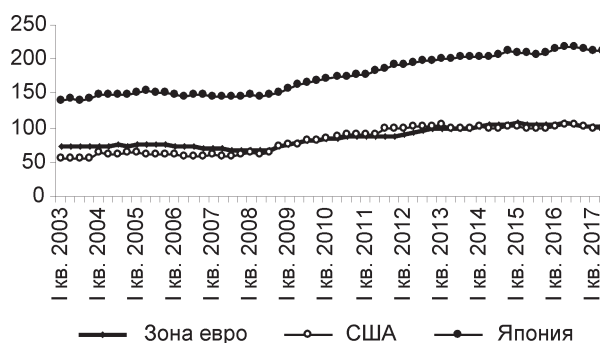


Рис. 3. Государственный долг США, зоны евро и Японии, 2003–2017, % к ВВП

Источник. Данные Банка международных расчетов.

суверенные инвестиционные фонды, как правило, малочувствительные к текущим колебаниям курсов валют.

Наконец, основным аргументом в пользу доллара выступают сами США с их крупнейшей экономикой, огромным политическим влиянием и военной мощью. Американские власти обладают значительным опытом управления экономическими кризисами, что, в частности, позволило им не допустить сползания в рецессию в 2016 г. и обеспечить рост ВВП на уровне 1,5%.

Нет сомнения, что монетарные власти США приложат все усилия для предотвращения серьезного ухудшения международных позиций доллара, вплоть до применения военной силы и организации так называемых «управляемых кризисов», не создающих системных рисков для мировой экономики, но существенно ослабляющих их региональных конкурентов (войны на Ближнем Востоке и в Украине).

Значимость факторов, обеспечивающих поддержку доллару, позволяет предположить, что ситуация в мировой валютной системе в предстоящие годы не претерпит серьезных изменений. Вместе с тем следует ожидать постепенного укрепления международного значения других валют, в том числе валют развивающихся стран.

### ***Становление доллара США как ведущей мировой валюты***

Повышению популярности доллара способствовали многие факторы, и прежде всего 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 годов – 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 годов 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 американоцентрическая 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 ак-

тивная внешняя финансовая политика США при практически полном отсутствии конкуренции со стороны других государств 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 расчетах и резервах (рис. 4). 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., кардинально изменившемуся за двадцать 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.

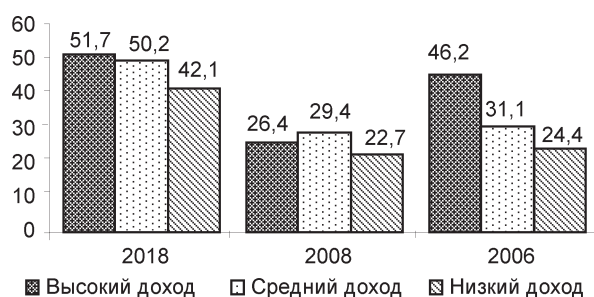


Рис. 4. Доля доллара и других национальных валют в официальных валютных резервах в 1973 г., %

Источник. Данные Национального бюро экономических исследований США.

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». 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 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.

### ***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 приходятся еще 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 ЭКЮ – без-

наличной расчетной 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 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 пятнадцати 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.

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро следующие преимущества<sup>1</sup>:

- устранение риска валютнообменных операций и снижение транзакционных издержек, связанных с внутризональной торговлей;

- ценовая стабильность: за последние пять лет уровень инфляции в зоне евро не превышал 2–4% в год, что является главной целью ЕЦБ; одновременно с этим стабилизировались и инфляционные ожидания;

- четко сформулированный приоритет в деятельности ЕЦБ – стабильность цен – позволил значительно уменьшить размер премии за риск, который отражается в уровне процентных ставок; в результате плодами стабильности в полной мере пользуются европейские предприятия и домашние хозяйства, поскольку уровень долгосрочных процентных ставок установился на исто-

рически низком уровне, что создает весьма благоприятные условия для финансирования инвестиций и экономического роста в целом<sup>2</sup> (Trichet, 2007);

- ускорение финансовой интеграции в ЕС: сегодня многие сегменты финансового рынка характеризуются достаточной глубиной и ликвидностью, что способствует лучшему распределению ресурсов и рисков;

- обслуживание международного торгового и финансового оборота второй резервной (после доллара) валютой.

Таким образом, главным преимуществом зоны евро является то, что внутри союза устраняются расходы на конвертирование национальных валют, риски колебаний валютных курсов и, следовательно, снижаются риски по осуществлению сделок. Чтобы избежать значительных диспропорций внутри ЭВС, необходимо создать систему налогового выравнивания, которая существует в США между федеральным государством и отдельными штатами. Опыт формирования немецкого валютного союза показал, что из-за различий между двумя немецкими государствами реальное приспособление потребовало значительных трансфертов с Западной Германии в Восточную, несмотря на высокую мобильность трудовых ресурсов.

Одной из важных характеристик деятельности ЕЦБ и Евросистемы в целом является то, что она осуществляется на основе четырех принципов: независимости, транспарентности, ответственности и операционной децентрализации. Принцип независимости ЕЦБ и 19 ЦБ стран зоны евро записан в тексте Маастрихтского договора. Независимость Евросистемы означает, что при осуществлении своей деятельности ЕЦБ и ЦБ стран зоны евро не получают никаких инструкций от органов ЕС и национальных правительств. Институциональная и оперативная независимость Евросистемы предполагает прозрачность принимаемых решений, что особенно важно для ЕЦБ, так как от этого зависит доверие к его монетарной политике и соответственно к евро. Ответствен-

<sup>1</sup> URL: [http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs\\_10\\_anni\\_bce](http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce)

<sup>2</sup> Closing Remarks at the Conference Organised by the European Commission and the Federal Reserve Bank of New York «The Euro and the Dollar: Pillars in Global Finance». Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB. N.Y. URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html>

ность ЕЦБ, зафиксированная в тексте Маастрихтского договора, предполагает регулярное заслушивание доклада управляющего ЕЦБ Европарламентом, его неформальные встречи с Еврогруппой министров финансов стран зоны евро, а также публикацию отчетов об эволюции экономической конъюнктуры и макроэкономических прогнозов. После принятия важнейших решений президент и вице-президент ЕЦБ обязательно организуют пресс-конференции, на которых детально комментируют принятые решения, что является уникальной практикой для ЦБ. Вместе с тем ЕЦБ не публикует протоколы своих заседаний.

Решения, принятые Советом управляющих ЕЦБ, практически реализуются ЦБ странами зоны евро. Такая децентрализованная система доказала свою эффективность в августе и сентябре 2011 г., когда наблюдались трудности на межбанковском рынке. Тесные связи между национальными ЦБ позволили лучше понять и быстро ответить на потребности банков в средствах для рефинансирования.

Введение евро и проведение единой монетарной политики способствовали значительному сокращению разрыва в уровнях инфляции между странами зоны евро с 6 п. п. в 1990-х годах до 1,0 п. п. в 2016 г. (этот показатель очень близок к показателю разрыва между 14 городскими статистическими зонами в США). Сократился также разрыв в темпах экономического роста стран зоны евро, хотя в 2016 г. он достигал 1,5 п. п.

За время своего существования, подчеркивает К. Нуайе (Noyer, 2013), евро оправдал все возлагавшиеся на него ожидания, избавив зону евро от инфляции, валютных рисков, чрезмерных колебаний на финансовых рынках и превратившись «в краеугольный камень европейского строительства». Однако создание единой валюты не является самоцелью, так что вступление в зону евро новых стран – членов ЕС должно осуществляться постепенно и последовательно в соответствии с устойчивым соблюдением ими критериев конвергенции. Сегодня для этих стран вопрос заключается не в том, вступать ли им в зону евро, а в том, когда это станет возможным. Ответ один: тогда, когда они обеспечат точное и долгосрочное соблюдение кри-

териев конвергенции. В 2016 г. новые страны – члены ЕС добились наиболее высоких темпов экономического роста, чем в зоне евро, что помогает им решать двойную задачу: обеспечивать стабильность и продолжать процесс преодоления отставания в уровне развития от старых членов ЕС.

Проблемы, с которыми сталкиваются центральные банки стран Центральной и Восточной Европы, в определенной степени схожи с трудностями, стоящими перед ЕЦБ на раннем этапе его деятельности как нового центрального банка валютной зоны, решавшего задачи выбора эффективной политики и укрепления доверия (Issing, 2005).

Основу его стратегии составляет решение задачи обеспечения стабильности цен в среднесрочном плане. Важным элементом этой стратегии является определение ценовой стабильности в зоне евро как годовое увеличение гармонизированного индекса потребительских цен (Harmonized Index of Consumer Prices), не превышающее 2%. Этот четкий ориентир обеспечивает прозрачность и ответственность в условиях отсутствия данных за прошедший период.

В основе такой стратегии лежат исследования, опирающиеся на двойной подход: экономический мониторинг, сосредоточенный в основном на оценке текущих макроэкономических и финансовых явлений и их вероятного воздействия на ценовую стабильность; и монетарный анализ, учитывающий четкую связь между ценами и денежными средствами в зоне евро в среднесрочном и долгосрочном плане.

Однако все это не означает, что стратегия ЕЦБ должна служить моделью для новых стран-членов в переходный период. Стратегия ЕЦБ учитывает специфические черты, которые характерны для зоны евро, но отсутствуют в этих странах в данный момент. Выбор стратегии в период перехода к единой валюте должен основываться на специфических условиях каждой страны. Поскольку в условиях структурных изменений в финансовой системе нельзя ожидать стабильности от денежных агрегатов, этим странам не следует придавать решающее значение тому или иному конкретному показателю денежной массы. Кроме того, эти внутренние показатели, по всей

видимости, будут менее стабильны в небольших открытых экономиках по сравнению с крупной и относительно более закрытой зоной евро. Ряд стран выбрали в качестве стратегии таргетирование инфляции, что, несмотря на некоторые недостатки, в том числе неопределенность самого прогнозирования, в данных обстоятельствах может быть оптимальным выбором. Таргетирование инфляции, означающее постановку четкой количественной цели, особенно важно при проведении антиинфляционной политики, поскольку закрепляет ожидания и создает понятный язык формулировки решений. Достижение стабильности цен и ее определение, совпадающее с принятым в зоне евро, открывают возможность начать подготовку участников к принятию монетарной политики ЕЦБ. Если этот процесс закончится установлением стабильных и фиксированных валютных курсов по отношению к евро, это будет означать фактическое принятие новыми странами-членами стратегии ЕЦБ.

Любая стратегия должна учитывать как необходимое условие принятия евро предварительное участие во втором этапе механизма регулирования валютных курсов (ERM-2) в течение не менее двух лет. Страна, входящая в ERM-2, фиксирует свой валютный курс по отношению к евро при помощи установления центрального валютного курса и предела колебаний в 15%. Этому участию также должны предшествовать определенная номинальная конвергенция и структурная перестройка. Эта постепенность вызывается, во-первых, сложностью и возможностью появления ошибок и резких колебаний при установлении курса, во-вторых, необходимостью стабилизации рыночных ожиданий относительно курсов и сроков перехода к единой валюте и, в-третьих, крайней сложностью или даже невозможностью одновременного поддержания стабильности цен и валютных курсов (Issing, 2005).

Вхождение новых стран в зону евро является заключительной фазой процесса валютной интеграции, чей успех зависит от более широкого процесса экономической и финансовой интеграции, которая, согласно теории оптимальной валютной зоны, будет продолжаться и после перехода на единую

валюту евро. Достижение маастрихтских критериев служит «знаком успешной и устойчивой конвергенции». При этом решающая роль принадлежит руководящим денежно-кредитным органам, которые должны направлять этот процесс, проводя надежную и пользующуюся доверием политику с целью достижения стабильности цен.

### ***Является ли евро мировой валютой?***

Роль евро как международной валюты во многом определяется действием следующих пяти факторов (Bertuch-Savuels, Ramlgan, 2005).

*Внешняя торговля товарами и услугами стран зоны евро.* Экономика зоны евро более открыта, чем экономика США и Японии. В 2016 г. внешнеторговый оборот (экспорт и импорт товаров и услуг, по методологии платежного баланса) зоны евро, по данным ООН, составил 87,7% ВВП, тогда как в Японии – 32,0%, в США – 26,4%.

Доля зоны евро в мировом экспорте товаров и услуг достигла 26,0% против 9,1% у США, 4,0% у Японии и 5,9% у стран – экспортеров нефти (ОПЕК). С 1998 г. (года, предшествовавшего введению евро) показатель открытия экономики зоны евро возрос на 7,8 п. п. за счет быстрого расширения торговли с новыми странами – членами ЕС и Китаем. В 2016 г. торговый оборот в рамках зоны евро составлял около половины всего внешнеторгового оборота зоны евро.

Создание валютного союза и введение единой валюты способствовали увеличению взаимного обмена между членами союза, поскольку уменьшили волатильность обменных курсов валют и связанную с этим неопределенность. В последние годы появились многочисленные эмпирические исследования, в которых анализировалось влияние введения евро на объем взаимного обмена товарами между странами зоны евро. В целом было установлено, что введение евро ускорило рост взаимного обмена в среднем на 2-3 п. п. Наиболее сильное влияние введение евро оказало на обмен промышленным оборудованием и предметами потребления и наименьшее – на обмен продовольствием.

Исследования показывают, что введение евро способствовало повышению кон-

курентоспособности европейских компаний на новых рынках. Сегодня страны зоны евро рассматриваются как наилучшая экспортная база, способная привлечь большое число предприятий из соседних стран. Более интегрированная зона евро не только позволяет компаниям извлекать выгоды от экономии на масштабе, но и способствует обострению конкуренции, что приводит к увеличению объема производства при более низких ценах. Однако это позитивное влияние евро проявляется в разных странах зоны евро по-разному, в зависимости от качества их институтов, доступа к новой технологии, развития НИОКР.

*Евро и международные потоки капиталов.* Зона евро является открытой и в финансовом отношении: ее международные активы и обязательства составляли в 2016 г. 150% ВВП против 115% у США и 90% у Японии. За период 1999–2016 гг. международные авуары и обязательства зоны евро возросли в целом на 60%, хотя этот рост был в разных странах неодинаковым. В 2000–2016 гг. доля стран зоны евро, рассматриваемых как экспортеры и импортеры прямых иностранных инвестиций (ПИИ), в мировом потоке ПИИ составляла 57%.

В 2016 г. в руках резидентов стран зоны евро находились 34% мирового портфеля акций и 44% мирового портфеля облигаций. Учитывая тот факт, что доля зоны евро в мировом ВВП не превышает 25%, можно сделать вывод – евро играет важную роль в международном движении капиталов, особенно в рамках самой зоны.

В последние годы деятельность, связанная с ПИИ, принимает форму трансграничных слияний и поглощений, большая доля которых приходится на корпоративные институты Евросоюза и США. Доля слияний и поглощений промышленных компаний в рамках зоны евро в общей численности таких операций зоны евро возросла с 20% в 1993–1998 гг. до 35% в 1999–2016 гг. Операции по слиянию и поглощению в зоне евро осуществляли промышленные компании Норвегии, Канады, Японии и США. Что касается операций по слиянию и поглощению в секторе услуг, то здесь доля операций внутри зоны евро в рассматриваемый период снизилась с

37 до 27%, тогда как доля компаний сферы услуг других стран увеличилась.

В 1997–2016 гг. доля трансграничных авуаров в рамках зоны евро, которыми владеют резиденты зоны, увеличилась на 16 п. п. для акций и на 46 – для облигаций. Все важные регионы мира, в том числе резиденты Великобритании, Дании и Швеции, также увеличили свои портфельные вложения в активы зоны евро.

*Стабильность цен и обменного курса.* Чем выше стабильность цен и валютного курса в стране-эмитенте, тем ниже затраты и риски на финансовых рынках и выше доверие к валюте. ЕЦБ наделен большими полномочиями и обладает независимостью в поддержании стабильности цен. Инфляция и инфляционные ожидания в зоне евро являются низкими и стабильными, а волатильность номинального и реального эффективного валютного курса евро невысока (рис. 5).

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику, в 2016 г. наблюдались существенные различия в темпах инфляции – от 1,8% в Бельгии, Испании и Словакии до 0,3–0,4% во Франции и в Германии (рис. 6). Расхождения в темпах инфляции неизбежны вследствие сохраняющихся структурных диспропорций и представляют собой один из ключевых механизмов адаптации национальных экономик к различного рода шоковым воздействиям.

В последнее время руководство ЕЦБ<sup>3</sup> связывает усиление инфляционного давления с действием таких факторов, как относительный рост мировых цен на нефть, увеличение денежной массы в обращении и объемов кредитования. К этому добавляется и такой фактор, как усиление требований наемных работников о повышении заработной

<sup>3</sup> Одним из факторов усиления инфляционного давления специалисты называют увеличение денежной массы (агрегата М3) и объемов кредитования. С 2010 г. рост денежной массы был связан в основном с восстановлением объема ипотечного кредитования и в меньшей степени с увеличением кредитов, предоставляемых предприятиям. По мнению М. Драги, увеличение М3 и объема кредитов обусловило «обилие ликвидности» в зоне евро, хотя количественно определить «излишек» ликвидности очень трудно.

Одним из показателей, с помощью которых можно судить о чрезмерной ликвидности, является сравнение темпов роста М3 и номинального ВВП (в идеале эти показатели должны совпадать). Начиная с 2002 г. в зоне евро разрыв между этими показателями составляет около 4 п. п. (в пользу темпов роста М3).





Рис. 5. Динамика инфляции и изменение номинального и реального эффективного валютных курсов евро, % г./г.

Источник. Данные ОЭСР и Банка международных расчетов.

платы. Недавно М. Драги, управляющий ЕЦБ, призвал социальных партнеров умерить свои требования на переговорах о повышении оплаты труда.

Предполагается, что в ближайшие годы уровень инфляции в зоне евро будет составлять не более 2%, а возможное превышение этого показателя окажется краткосрочным.

Развитие и интеграция финансового рынка, который обеспечивает достаточную ликвидность, уменьшает транзакционные издержки, снижает неопределенность, риски и стоимость хеджирования и приводит к понижению процентных ставок. Он также способствует повышению производительности и темпов экономического роста и укреплению доверия к евро. Финансовые системы стран зоны евро традиционно основывались на банках, и их финансо-

вые рынки были менее развитыми и интегрированными, чем в США.

Однако в последние два десятилетия интеграция европейских финансовых систем ускорилась, особенно с принятием в марте 2000 г. Плана действий в области финансовых услуг, предполагающего устранение законодательных и рыночных барьеров при оказании трансграничных финансовых услуг. Растущая интеграция финансовых рынков в рамках ЕС проявляется в значительном увеличении рынка корпоративных и государственных облигаций, в возросшей интеграции фондовых рынков, в уменьшении разрыва в уровнях процентных ставок в странах зоны евро, в формировании общей рыночной инфраструктуры, расширении многообразия финансовых инструментов.

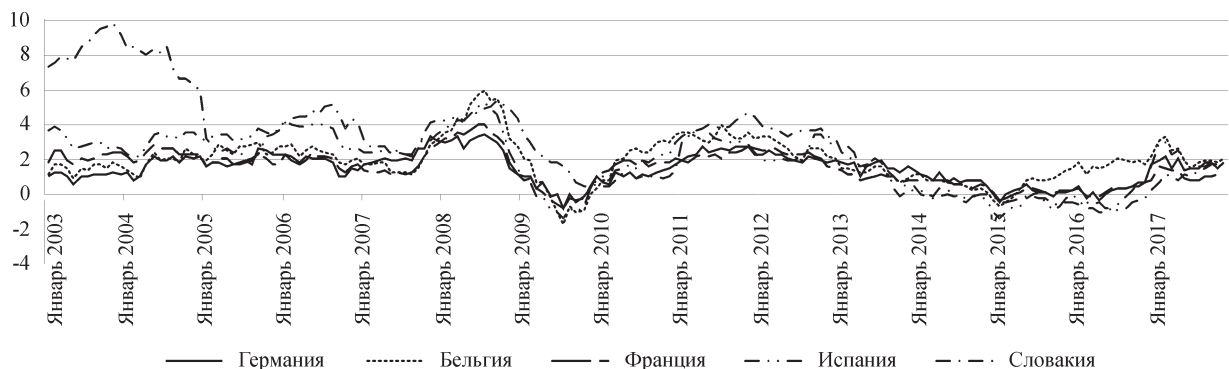


Рис. 6. Инфляция в отдельных странах зоны евро, % г./г.

Источник. Данные ОЭСР.

Тем не менее европейские финансовые рынки еще не полностью интегрированы. Рынки долговых ценных бумаг и розничных финансовых услуг остаются слабо концентрированными, рынок коммерческих ценных бумаг слабо развит, правила деятельности национальных фондовых бирж недостаточно гармонизированы.

Правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг, не стандартизированы, что затрудняет обмен между ценными бумагами разных стран. Системы клиринга и расчетов по ценным бумагам также различаются между странами. В результате различаются правила учета и другие требования к ведению операций, что обуславливает высокие издержки по международным сделкам. Различия в налоговых системах и в правилах защиты потребителей сдерживают развитие международных инвестиций. Кроме того, в зоне евро отсутствует единая система банковского надзора, что препятствует оптимизации деятельности международных банков.

### Перспективы единой европейской валюты

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 19 государств. Их совокупная доля в глобальном ВВП (по ППС в постоянных ценах 2010 г.), по данным Организации экономического сотрудничества и развития, в 2016 г. составляла 12,2% (доля США – 15,6%), в мировом экспорте товаров и услуг – 26,2% (США – 10,9%). Отметим, что по отдельным показателям (уровень инфляции, сальдо бюджета и текущего счета платежного баланса) экономическая ситуация в зоне евро выглядит даже более сбалансированно, чем в США и Японии (табл. 1). Относительная благоприятная макроэкономическая ситуация в регионе ЭВС во многом способствует повышению доверия к евро и в определенной мере влияет

Таблица 1

Основные макроэкономические показатели в зоне евро, США и Японии, 2016 г.

Макроэкономические показатели	Зона евро	Япония	США
ВВП, в текущих ценах, трлн долл.	11,9	4,9	18,6
ВВП (по ППС в текущих ценах), в текущих ценах, трлн долл.	14,4	5,3	18,6
Темпы прироста ВВП, % г./г.	1,8	1,0	1,5
ВВП на душу населения, в текущих ценах, тыс. долл.	35,1	39,0	57,6
ВВП на душу населения (по ППС в текущих ценах), в текущих ценах, тыс. долл.	42,2	41,5	57,6
ВВП на душу населения (по ППС в текущих ценах, США = 100), в текущих ценах, тыс. долл.	73,3	72,1	100
Инвестиции в основной капитал, в текущих ценах, трлн долл.	2,42	1,14	3,63
Инвестиции в основной капитал (по ППС в текущих ценах), в текущих ценах, тыс. долл.	2,92	1,22	3,63
Инвестиции в основной капитал (по ППС в текущих ценах, США = 100), в текущих ценах, тыс. долл.	80,3	33,6	100
Темпы роста инвестиций в основной капитал, % г./г.	4,5	0,9	0,6
Производительность труда (по ППС в текущих ценах), в текущих ценах, тыс. долл.	59,1	45,5	59,1
Производительность труда (США = 100)	86,1	66,3	100
Темпы роста производительности труда, % к предыдущему году	1,0	1,5	0,7
Государственный долг, % к ВВП	89,0	239,3	107,1
Бюджетный дефицит (-) / профицит (+), % к ВВП	-1,5	-4,2	-4,4
Счет текущих операций платежного баланса, % к ВВП	3,86	3,71	-2,43
Долгосрочные процентные ставки, % годовых	0,93	-0,07	1,84
Экспорт товаров и услуг (по ППС в текущих ценах), % к ВВП	45,8	16,1	11,9
Импорт товаров и услуг (по ППС в текущих ценах), % к ВВП	41,3	15,1	14,7
Безработица, % от экономически активного населения	10,0	3,1	4,9
Индекс потребительских цен, % к предыдущему году	0,2	-0,1	1,3
Затраты на НИОКР, % к ВВП	1,96	3,29	2,79

Источник. Данные ОЭСР, Евростата, МВФ и Банка международных расчетов.

на динамику его обменного курса по отношению к доллару.

Примерный паритет между странами зоны евро и США сложился и по уровню развития финансового рынка, при этом в зоне евро традиционно более развит банковский сектор, в США – рынок акций (табл. 2).

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), еще не соответствует жестким требованиям к кандидатам на введение единой валюты. Вместе с тем при сохранении нынешних темпов расширения зоны евро уже через несколько лет она

достигнет уровня американской экономики по основным характеристикам, в том числе по емкости финансовых рынков.

Международная экспансия евро осуществляется достаточно медленно, без радикальных изменений, а в ряде сегментов мирового финансового рынка доля евро в последние два-три года даже несколько сократилась (табл. 3). 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

Таблица 2

**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	57,5	93,5	132,9
Капитализация рынка акций, трлн долл.	7,5	4,6	22,3
Банковские активы, % ВВП	275,4	233,8	94,9
Банковские активы, трлн долл.	36,1	11,5	15,9
Долговой рынок, % к ВВП	171,3	249,2	205,7
Долговой рынок, трлн долл.	22,5	12,3	34,5
Совокупные финансовые активы, % к ВВП	504,2	576,5	433,5
Совокупные финансовые активы, трлн долл.	66,1	28,4	72,7

*Источник.* Данные ОЭСР, Евростата, МВФ и Банка международных расчетов.

Таблица 3

**Основные показатели, характеризующие роль евро как мировой валюты на конец 2007 – 2016 гг., %**

Основные показатели	2007	2011	2016
Евро в валютных резервах	26,5	25,0	19,7
Евро на международном рынке долговых ценных бумаг	32,2	26,2	22,0
Евро на международном рынке займов и депозитов:			
международные займы, предоставленные банками стран зоны евро	22,1	21,8	21,3
небанковским учреждениям вне зоны евро			
международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	21,0	22,4	23,4
Евро на международном валютном рынке:			
ежедневная сумма взаимных расчетов в рамках CLS	37,8	19,6	36,1
общий оборот на валютном рынке	37,0	39,0*	31,4
Евро в расчетах по торговле товарами и услугами:			
расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 39 до 62	66,7	56,1
оплата товаров, импортируемых странам и зоны евро из стран вне зоны евро	От 34 до 56	50,2	47,3
Объем наличных евро за пределами зоны евро, млрд евро	71,1	118	172,8

*Примечание.* Данные за 2010 г.

*Источник.* Данные ЕЦБ и Банка международных расчетов.

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.

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. 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 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: 56,0% на конец июля 2017 г., а инвесторы из европейских стран занимают второе место (20,1%). На долю стран Латинской Аме-

рики приходится 6,3%. В то же время европейские инвесторы являются самыми крупными иностранными держателями акций США (37,7% на конец июля 2017 г.), вслед за ними идут инвесторы из стран Азии (23,6%) и Латинской Америки (3,1%)<sup>4</sup>.

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.

Будущее развитие зоны евро во многом зависит от ответов на следующие вопросы: имеет ли валютная интеграция долгосрочный характер? каковы перспективы расширения зоны евро? может ли евро стать моделью для других регионов мира? может ли ЭВС привести к большей политической интеграции? В свою очередь, ответы на эти вопросы определяются особенностями монетарной политики ЕЦБ и деятельности Евросистемы, объединяющей ЕЦБ и центральные банки (ЦБ) стран зоны евро.

<sup>4</sup> URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>

Сегодня зона евро сталкивается с двумя главными вызовами: с ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными в первую очередь с постарением европейского населения. В этих условиях главная цель монетарных органов должна заключаться в усилении сопротивляемости европейской экономики различным шокам. Для этого следует продолжать структурные реформы, особенно направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом эффективное участие государственного финансирования является одним из факторов успешности реформ. В этих условиях монетарная политика может создавать благоприятные условия для проведения реформ, гарантируя стабильность цен и тем самым уменьшая неопределенность.

**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. В 2016 г. на доллар и евро (рис. 7, 8) приходилось более 80% из 11,67 трлн долл. накопленных во всем мире официальных валютных резервов (за исключением золота). Эти же ва-

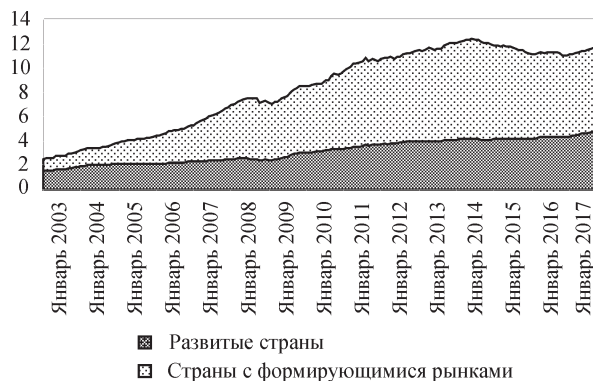


Рис. 7. Мировые международные резервы (за исключением золота), 2003–2017 гг., трлн долл.

Источник. Данные МВФ.

люты преобладают в активах суверенных инвестиционных фондов, размер которых в 2016 г. достиг 7,33 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 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 нее 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 спо-

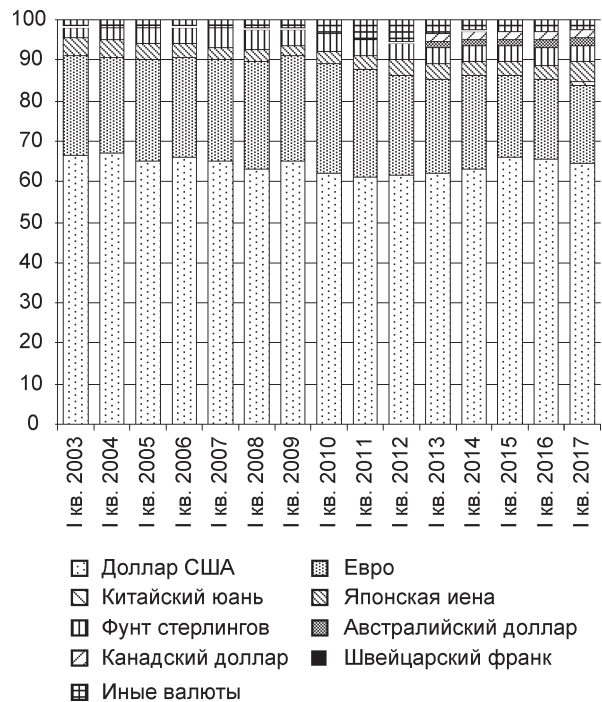


Рис. 8. Структура мировых валютных резервов, %

Источник. Данные МВФ.

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 курса в той или иной мере осуществляет более ста стран. Таким образом, несмотря на провозглашенную тридцать лет назад эпоху свободно плавающих валютных курсов, половина планеты продолжает жить в условиях фиксированных или квазификсированных обменных курсов<sup>5</sup>.

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

<sup>5</sup> Классификация МВФ содержит десять основных разновидностей валютной политики, различающихся степенью жесткости или гибкости курса (Смирнов, 2010).

*Жесткая фиксация:* отсутствие национальной валюты – в качестве платежного средства используется валюта другой страны; валютное правление (currency board) – в законодательном порядке устанавливается режим, при котором национальная валюта обменивается на иностранную по фиксированному курсу, причем власти ограничены в предоставлении гарантий по своим обязательствам.

*Гибкая фиксация:* обычная гибкая фиксация – в течение шести месяцев курс колеблется в пределах двухпроцентного интервала (или  $\pm 1\%$ ) относительно официально объявленного курса другой валюты или корзины валют; фактическая стабилизация – в течение шести месяцев курс колеблется в пределах двухпроцентного интервала. При этом курс не свободно плавающий и контролируется денежными властями, которые, однако, официально не объявляют его целевого уровня; горизонтальный коридор – то же, что обычная гибкая фиксация, но колебания превышают  $\pm 1\%$ ; скользящая привязка – то же, что обычная гибкая фиксация, но двухпроцентный интервал задается относительно не фиксированного, а периодически изменяемого уровня (либо всегда на одинаковую величину, либо в зависимости от каких-либо макроэкономических показателей, например инфляции); фактическая скользящая привязка – то же, что скользящая привязка, но двухпроцентный интервал выявляется статистически (по динамике курса за шесть месяцев). «Правило» изменения курса официально не объявляется.

*Прочие режимы управления курсом.* В нее попадают все виды политики, которые не отнесены к другим типам.

*Плавание:* управляемое плавание – курс определяется преимущественно рынком, но денежные власти в случае необходимости (как они это понимают) воздействуют на формирование курса, активно проводя валютные интервенции. При этом они не объявляют (и, возможно, не имеют) ни целевого значения курса, ни целевой траектории его изменения; свободное плавание – курс формируется почти исключительно рынком, денежные власти проводят интервенции лишь эпизодически (не больше чем три раза по три дня в течение шести месяцев).

ключевым резервным активом для большинства развивающихся государств Азии и Латинской Америки. Ареал влияния доллара охватывает около шестидесяти 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 монетарной 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.

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 евро-

пейские 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 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.

**Роль доллара США и евро в обслуживании операций на международных долговых рынках**

Ключевым показателем положения доллара США и единой европейской валюты в мировой финансовой системе являются масштабы использования выраженных в них финансовых активов. В указанной области доллар США и евро длительное время занимают ведущие позиции, которые сформировались за предыдущие десятилетия в результате доминирующей роли США и зоны евро в формировании международных рынков капитала. В то же время на различных сегментах рынка наблюдаются разные пропорции между двумя основными валютами<sup>6</sup>.

Одним из сегментов мирового валютного рынка является международный рынок долговых ценных бумаг.

В широком определении, по методике Банка международных расчетов, к международным долговым ценным бумагам относятся все выпуски долговых обязательств

за исключением тех, которые выпущены эмитентами-резидентами для инвесторов-резидентов в национальной валюте<sup>7</sup>.

Важным заемщиком на рынке долговых инструментов выступает частный сектор, совокупная доля которого в 2016 г., по данным Банка международных расчетов, составила 70,4% от общего объема выпуска международных долговых ценных бумаг. При этом эмитенты из зоны евро составили 50,4% всех заемщиков, из Великобритании – 13,5%, из США – 11,0%.

Валовой объем выпущенных международных долговых ценных бумаг постоянно растет – с 2003 г. общий объем указанных бумаг увеличился в 2,3 раза – с 8,5 трлн долл. в 2003 г. до 19,5 трлн долл. на конец 2016 г.

Главными валютами на рынке ценных бумаг выступают евро и доллар США. На их совокупную долю приходится 82,8% выпусков. С 2004 по 2011 год доля евро в валовом объеме выпуска долговых ценных бумаг увеличивалась с одновременным снижением удельного веса доллара США (рис. 9). Однако с 2012 г., с наступлением долгового кризиса в странах зоны евро, доля единой европейской валюты снизилась до 31,9% к концу 2016 г.

Также снизилась доля японской иены с 5,9% в 2003 г. до 2,1% в 2016 г.

Этап бурного роста эмиссионных операций в единой европейской валюте в 2003–2005 гг. на международном рынке долговых

<sup>7</sup> Там же.

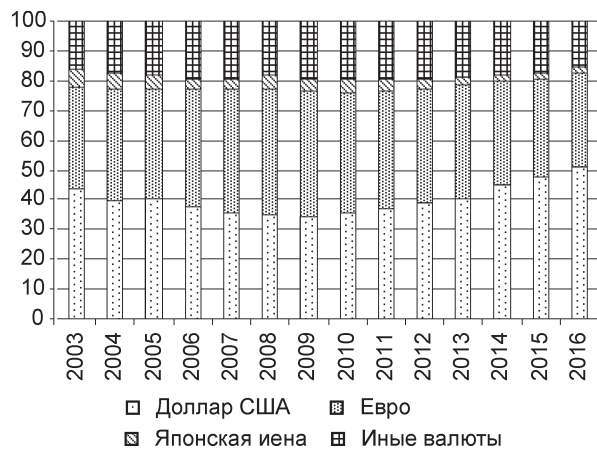


Рис. 9. Структура выпуска международных долговых ценных бумаг (в широком определении), %

Источник. Данные ЕЦБ.

<sup>6</sup> Адлер И. 2011. Роль американского доллара в современной валютной системе: состояние и перспективы: дис. ... канд. экон. наук. Российский университет дружбы народов. Москва.

обязательств сменился в течение 2005–2016 гг. фазой поиска нового равновесного состояния между долями евро и доллара на различных сегментах этого рынка.

В этот период наступившее после биржевого бума конца 1990-х годов общее ослабление и непредсказуемость ситуации на мировых финансовых рынках, а также рецессия в странах Евросоюза и США неизбежно отразились на неустойчивой динамике эмиссий на международном рынке ценных бумаг как в евро, так и в долларах США.

В сопоставлении с данными за 2010 г. произошла понижательная коррекция выпуска долговых обязательств в евро – на 15,2% (в 2014 г.), которая в 2016 г. продолжилась новым снижением на 9,5% (к уровню 2014 г.).

Сопоставление данных по международному рынку ценных бумаг в широком и узком определении демонстрирует различные тенденции на рынке.

В узкой трактовке мирового рынка долговых ценных бумаг, которую использует ЕЦБ, к долговым обязательствам относятся только обязательства, выпущенные в валюте, не являющейся для эмитента национальной. На указанном рынке доля доллара США выше доли единой европейской валюты.

Это объясняется следующим: разница между узким и широким определением – это сегмент долгового рынка ценных бумаг, выпущенных резидентами в национальной валюте, направленных на глобальный финансовый рынок.

Так, всего 22,0% всех евроденоминированных международных ценных бумаг было выпущено нерезидентами зоны евро, а 78,0% – резидентами. Это означает, что высокая доля единой европейской валюты на указанном рынке обеспечивается за счет большего объема ценных бумаг, выпущенных резидентами зоны евро на финансовый рынок.

У долговых ценных бумаг, номинированных в долларах США, эти доли почти равны, что свидетельствует о том, что американская национальная денежная единица одинаково востребована, как у резидентов США, так и у нерезидентов.

Данные по иене говорят о том, что указанная национальная валюта используется в основном нерезидентами, а японцы эми-

тируют ограниченное число ценных бумаг, номинированных в иенах на международный финансовый рынок. В целом, доля иены на долговом рынке невелика и практически не оказывает воздействия на мировой рынок долговых ценных бумаг.

В целом, единая европейская валюта «отвоевала» у доллара США значительную долю международного рынка долговых ценных бумаг. Однако нельзя не отметить, что евро в основном характеризуется региональной направленностью: спрос и предложение на рынке евро-бондов и нот во многом определяется популярностью евро у инвесторов и заемщиков из Европы.

### ***Ослабление позиций доллара и последствия для мировой экономики***

С начала 2000-х годов, когда США превратились в крупного должника по внешним платежам, а стоимость доллара стала постепенно понижаться, во многих странах усилилась озабоченность по поводу обесценения резервов иностранной валюты, деноминированных в долларах.

С 2003 г. выделяется несколько фаз роста и снижения номинального эффективного курса доллара США. Можно выделить также несколько фаз значительного перепада в динамике валютного курса доллара США.

С 2003 г. до середины 2008 г. происходило весьма быстрое и значительное по масштабам внешнее обесценение доллара США, за исключением нескольких кратковременных периодов стабилизации. В соответствии с методикой Международного валютного фонда оценки изменений взаимных курсовых соотношений валют среднемесячное значение курса доллара США к иностранным валютам в третьем квартале 2008 г. составило 76,1% к его среднему уровню за I квартал 2003 г., взятому за 100%.

В указанный период на курс доллара США оказывали влияние серьезные внешние и внутренние проблемы американской экономики, связанные с обострением дефицитов текущего платежного баланса и федерального бюджета страны.

Тем не менее, несмотря на ослабление позиций доллара, ФРС США проводила экспансионистскую денежно-кредитную поли-



тику. За период с середины 2003 по сентябрь 2008 г. базовая ставка ФРС повышалась 16 раз – с 1,0 до 5,25% годовых в расчете на то, что более высокие процентные ставки на американском рынке привлекут иностранных инвесторов, содействуя тем самым выходу страны из фазы рецессии и сглаживанию проблемы дефицита торгового баланса США.

За тот же период ЕЦБ осуществил два понижения основной ставки рефинансирования с 2,75 до 2,0% годовых и девять раз повышения – с 2,0 до 4,0% годовых. В течение 2003–2008 гг. происходило дальнейшее увеличение размера дефицита внешних расчетов, которое сопровождалось обострением проблемы бюджетного дефицита США. По данным ОЭСР, в 2008 г. дефицит счета текущих операций платежного баланса США достиг рекордного уровня – 4,6% ВВП США, а бюджетный дефицит – 7,2% ВВП США.

С четвертого квартала 2008 г. по четвертый квартал 2010 г. была проявлена устойчивая тенденция к значительному укреплению внешних позиций доллара США к ведущим мировым валютам, и прежде всего по отношению к евро (рис. 10).

В качестве причин повышения доллара США называют менее глубокий экономический кризис в США, вялое затянув-

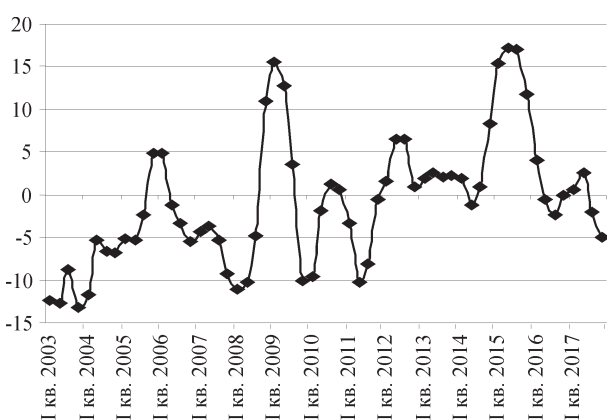


Рис 10. Номинальный эффективный валютный курс доллара США (на основе удельных издержек на оплату труда), 2003–2017 гг.

*Примечание.* Знак «+» означает укрепление номинального эффективного валютного курса доллара США к иностранным валютам; знак «-» – обесценение номинального эффективного валютного курса доллара США к иностранным валютам.

*Источник.* Данные МВФ.

шееся оживление в экономике Германии и всей зоны евро, долгового кризис ряда стран Евросоюза и военный конфликт на Ближнем Востоке. По-нашему мнению, на курс доллара США повлияли еще нехватка долларовой ликвидности и репатриация капитала в США американскими инвесторами.

В 2011 г. произошло новое снижение номинального эффективного валютного курса доллара США. Росту доллара США в 2011 г. способствовало несколько факторов – увеличение денежной массы в рамках политики количественного смягчения, ухудшение финансово-экономической ситуации в США, высокая стоимость рабочей силы, рост цен на нефть. Все это повлекло за собой повышение спроса на евро и снижение спроса на доллар США, что не могло не сказаться на обменных курсах.

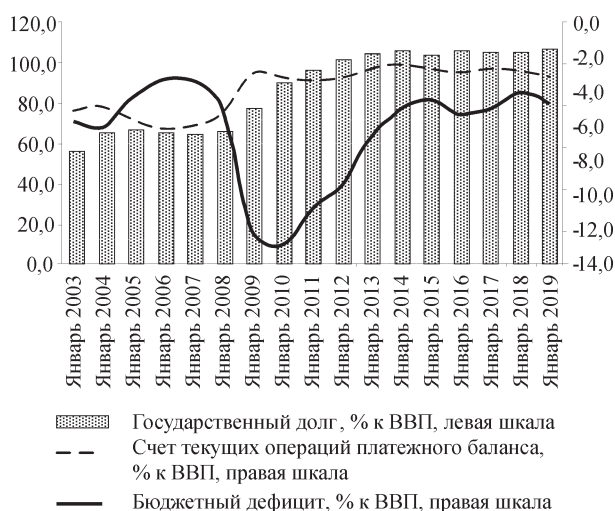
С 2012 г. по первый квартал 2016 г. происходило весьма быстрое и значительное по масштабам внешнее укрепление доллара США, за исключением второго квартала 2014 г. (-1,1% к уровню второго квартала 2013 г.), под влиянием достаточно высокой экономической и геополитической неопределенности в мире.

Основными факторами, воздействующими на будущее развитие доллара США в последующие годы, являются следующие.

- Увеличение дефицита США по балансу текущих операций. В 2016 г. дефицит составил 451,7 млрд долл., или 2,43% к ВВП (рис. 11).

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 облигаций) 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.

По мере роста дефицита счета текущих операций платежного баланса США и их госдолга спрос на американские долговые обязательства и валюту сокращался. В 2016 г. из-за падения спроса ФРС была вынуждена ску-



Примечание. Данные за 2018 – (прогноз) 2019 гг.

Рис. 11. Государственный долг, счет текущих операций и бюджетный дефицит в США, 2003–2019 гг., % к ВВП

Источник. Данные ОЭСР.

пить около 60% 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 нефтедобывающие 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 в случае 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 (МВФ, Всемирный банк и ОЭСР), 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.

### **Нестабильность глобального рынка капиталов и нефтяные спекуляции**

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.

Также рост собственной добычи нефти позволил США и Канаде сократить импорт энергоносителей. Происходящее уже повлияло на мировую торговлю сырьем, так как избыточные объемы углеводородов из стран Южной Америки, Африки и Ближнего Востока теперь поступают на рынки Европы и АТР. Целый ряд крупных стран-производителей нефти продолжает наращивать добычу.

Влияние геополитических факторов на объемы предложения нефти и цену сырья снижается. Ливия восстанавливает экспорт, а борьба с Исламским государством (ИГИЛ) в Ираке не привела к снижению добычи углеводородов в стране.

Все это происходит в условиях относительно низких темпов роста мировой экономики и слабее, чем ожидалось, спроса на нефть.

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 нулевых годов коэффициент корреляции между курсом американской валюты и индексом сырьевых товаров Всемирного банка, одним из наиболее широко используемых индикаторов состояния мирового товарного рынка, учитывающим поведение цен на 17 основных видов сырьевой продукции, достиг значения в  $-0,90$  (рис. 12)<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Рассчитано на основе среднемесячных значений.

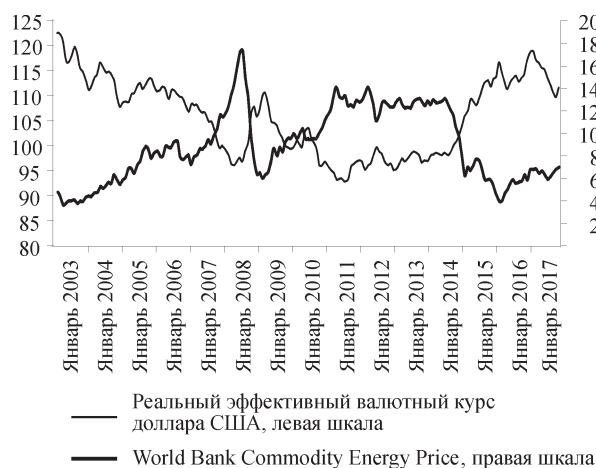


Рис. 12. Динамика реального эффективного валютного курса доллара США и индекс сырьевых товаров Всемирного банка, 2003–2017 гг. (2010 г. = 100)

Источник. Данные Банка международных расчетов и Всемирного банка.

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.

Соответственно, удешевление углеводородов обусловлено переизбытком предложения на ключевых рынках, желанием экспортеров сохранить свою долю, в условиях повышенной конкуренции занижая цену на свою продукцию и движением курса доллара США.

Уменьшение мировых цен на сырье, вызванное укреплением доллара, в свою очередь заметно снизило глобальную инфляцию. За последние два 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.

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 Организации экономического сотрудничества и развития, вследствие нестабильности ситуации на международных валютно-финансовых рынках темпы роста ВВП стран БРИКС в 2015–2017 гг. не превысят 6% (табл. 4).

### Причины роста глобальной валютной нестабильности

Наблюдаемое усиление нестабильности на валютных рынках стало закономерным результатом происшедших 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 2005 г. в 2016 г. объем экспорта товарами стран «Большой

Темпы прироста ВВП в ключевых странах «Большой двадцатки», 2003–2019 гг.

Страны и/или регионы мира	2003	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Зона евро	1,0	1,8	2,0	1,6	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,4	2,2	1,9
США	1,8	3,3	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,5	2,1
Япония	0,1	1,7	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,3	1,1	1,0	1,5	1,2	1,0
Россия	4,7	6,4	4,5	4,3	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,9	1,9	1,5
Китай	9,1	11,4	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,4
Индия	3,8	9,3	10,3	6,6	5,5	6,4	7,5	8,0	7,1	6,7	7,0	7,4
Страны БРИКС	6,7	8,1	9,0	7,3	5,8	5,8	5,2	4,0	4,4	5,2	5,4	5,4
Страны ОЭСР	1,7	2,8	3,0	2,0	1,3	1,5	2,2	2,5	1,8	2,4	2,4	2,1
Страны, не входящие в ОЭСР	4,8	7,5	7,8	6,3	5,2	5,0	4,6	4,0	4,1	4,6	4,9	4,8
Мир	2,9	4,8	5,4	4,2	3,3	3,3	3,5	3,3	3,1	3,6	3,7	3,6

Примечание. 2018–2019 г. – оценка.

Источник. Данные ОЭСР.

двадцатки» вырос на 51,4% и составил 12,39 трлн долл. (рис. 13), поступивших прямых иностранных инвестиций – на 40,7% до 1,23 трлн долл. (рис. 14).

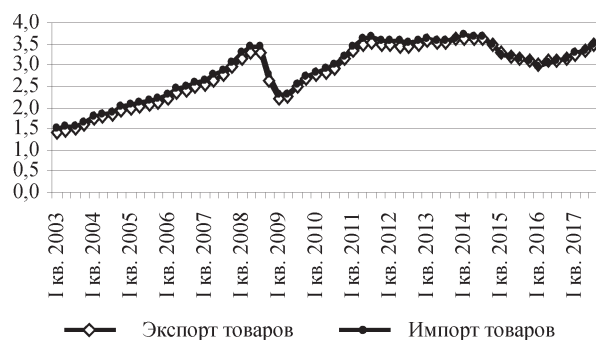


Рис. 13. Экспорт и импорт товаров странами «Большой двадцатки», трлн долл. США, 2003–2017 гг.

Источник. Данные ОЭСР.



Рис. 14. Объем поступивших прямых иностранных инвестиций стран «Большой двадцатки», трлн долл. США, 2003–2017 гг.

Источник. Данные ОЭСР.

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 торговых связей сопровождалось постепенным нарастанием глобальных 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 – резкое снижение нормы сбережений и увеличение потребления в США обернулось существенным ухудшением состояния торгового баланса страны (по методологии платежного баланса), дефицит которого за 2003–2016 гг. вырос на 38,9% с 541,6 млрд долл. до 752,5 млрд долл.

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 нулевых годов была обусловлена прежде всего высоким спросом на доллар, сохранявшимся в это время на глобальных рынках, который 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 год и высокая доходность долларовых активов, подогретая 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 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 паде-

ние 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 Европейского союза);

- переход ряда крупных развивающихся стран, в частности России и Китая, к повышению курса национальных валют по отношению к доллару.

Ослабление доллара, однако, не привело в 2000-е годы к заметному снижению внешнеторгового дефицита США, в первую очередь, из-за ограниченного влияния валютного курса на объемы и стоимость американского импорта. 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. 5). Кроме того, существенное снижение процентных ставок в первой половине нулевых годов и вызванный этим кредитный бум в 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 должника. В 2016 г. внешний

Таблица 5

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

Страна	1 месяц	6 месяцев	12 месяцев	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, 2006).

долг США (рис. 15) составил 31,8% ВВП, увеличившись на 19,0 п. п. по отношению к уровню 2003 г.

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 годы 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 высоко-рисковой 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. В условиях роста глобальной финансовой нестабильности казначейские обязательства США рассматриваются международными инвесторами как наибо-

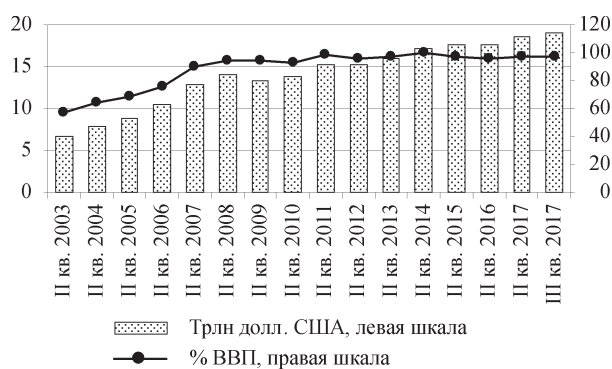


Рис. 15. Внешний долг США, 2003–2017 гг.

Источник. Данные ОЭСР и Федеральной резервной системы США.

лее 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. 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. 16).

Данные 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».



Рис. 16. Процентные ставки в США, 2003–2017 гг.

Источник. Данные ОЭСР и Банка международных расчетов.

**Вместо заключения.  
Перспективы доллара США**

Вопрос, сможет ли какая-либо другая валюта бросить вызов доллару в качестве лидирующей мировой валюты, заслуживает более пристального внимания, поскольку вновь стал предметом острых дискуссий в наши дни – в период усиления международной платежной разбалансированности. Пессимистично настроенные аналитики прогнозируют в перспективе 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 2018 г. прогнозируется на уровне 5,2% к ВВП;

- 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).

Наряду с факторами, объективно способствующими ослаблению доллара, имеется 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 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 ориентиро-

ванных 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 располагает и значительными собственными 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-европейский 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 2000 по 2016 год доля доллара в общемировых валютных запасах сократилась с 71,1 до 65,3%, причем в развивающихся странах она была выше (67,7%), чем в промышленно развитых государствах (64,4%).

За тот же период доля евро в мировых резервах увеличилась с 18,3 до 19,1%, при этом в развитых государствах отмечается более высокая концентрация запасов евро (21,6%), чем в развивающихся (18,3%)<sup>9</sup>.

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 середины 1990-х годов (59,0%), то обнаруживается существенное повышение этой доли к 2016 г. (65,7%).

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 (incumbent advantage). 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 годов, хотя США обогнали Великобританию по основным показателям экономики и торговли уже в 1920-х годах.

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 настоя-

<sup>9</sup> 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 2016 г. составила 22,0%. 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.



щее время 19,1%)<sup>10</sup>. Важность и роль евро определяется экономическими и финансовыми показателями роста Евросоюза.

В перспективе зона евро сможет презойти США по многим показателям развития рынков капитала. По мнению некоторых аналитиков, к которым присоединяется и экс-председатель ФРС США А. Гринспен, евро к 2020 г. сможет заменить доллар в качестве лидирующей резервной валюты, если будут реализованы следующие условия: 1) все страны Евросоюза присоединятся к зоне евро, т. е. будут использовать евро как национальную валюту; 2) тенденция к обесценению доллара останется устойчивой и в будущем (Jep, 2008).

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 (Gao, Yu, 2009).

Наиболее обоснованной представляется позиция тех авторов, которые пытаются ответить на вопрос, какой валютный стандарт является наиболее предпочтительным (с учетом всех аспектов проблемы) для большинства стран мира. Так, страны Юго-Восточной Азии, Ближнего Востока, а также некоторые другие государства с формирующимся рынком, скорее всего, будут пользоваться долларовой стандартом в течение еще очень длительного времени. Причин тому несколько (Луцкая, 2009).

1. Долларизация экономики. Указанные страны не имеют стимула выходить из долларовой зоны и укреплять курс своих валют по отношению к доллару США, поскольку их финансовые системы остаются недоразвитыми, официальные резервы в основном номинированы в долларах, а региональная валютная кооперация находит-

ся в зачаточном состоянии. В течение последних десятилетий в странах с формирующимся рынком развивался процесс долларизации как долговых обязательств, так и активов. Долларизация экономики является обоснованием политики стабилизации обменного курса азиатских стран относительно доллара. Боязнь повышения обменного курса обусловлена не только возможным обесценением долларовых активов при переводе их в национальную валюту, но и негативными последствиями дедолларизации экономики. Речь идет прежде всего об угрозе снижения конкурентоспособности ориентированной на экспорт национальной промышленности. Все эти риски побуждают правительства стран с развивающимися экономиками, особенно стран Азии, осуществлять валютные интервенции с целью не допустить значительного повышения курса национальной валюты. В последние годы инвалютные резервы в развивающихся странах существенно возросли. Из общей суммы мировых резервных активов (рис. 17) 12,608 трлн долл. на развивающиеся страны Азии приходилось 4,232 трлн долл.

2. Формирование в отдельных регионах единой системы внешнеэкономических факторов. Фактор долларизации способствует усилению в РС интеграционных процессов в сфере экономической, торговой и валютной политики. Хотя немногие азиатские валюты в настоящее время жест-



Рис. 17. Мировые международные активы, 2003–2017 гг.

Источник. Данные МВФ.

<sup>10</sup> 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 другим 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.

ко привязаны к доллару, большая часть внутрирегиональных сделок в этих странах осуществляется именно в долларах. Выработка скоординированной стратегии в области валютных курсов способствует сокращению транзакционных издержек торговли, росту торгового оборота и потока платежей. О значении внутрирегиональных связей свидетельствует показатель взаимного товарооборота стран АТЭС, на долю которого, по данным ООН, в 2016 г. приходилось 60,0% всего товарооборота этого региона, в том числе по экспорту товаров – 59,4%, по импорту – 60,6% (рис. 18).

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 мировой экономике, а также от эффективности действий правительств по ее преодолению.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

**Луцкая Е.** 2009. Перспективы доллара как лидирующей международной валюты. *Социальные и гуманитарные науки. Отечественная и зарубежная литература. Серия 2: Экономика. Реферативный журнал.* № 2. С. 81. [Lutskaya E. 2009. Perspectives of the dollar as a leading international currency. *Sotsial'nye i gumanitarnye nauki. Otechestvennaya i zarubezhnaya literatura. Seriya 2: Ekonomika. Referativnyy zhurnal.* No 2. P. 81. (In Russ.)]

**Gao H., Yu Y.** 2009. Internationalisation of the Renminbi. *BoK-BIS Seminar.* Seoul. URL: <http://www.bis.org/repoofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>

**Hongyi C., Peng W., Shu Ch.** 2009. The Potential of the Renminbi as an International Currency. *BIS, Asian Research Programme.* URL: <http://www.bis.org/repoofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>

**Issing O.** 2005. Introduction to the Policy Panel: EU Enlargement and Monetary Integration. *European Central Bank: The New EU Member States Convergence a. Stability.* Frankfurt.a.M.: ECB. 227 p.

**Jen S.** 2008. Q&A on the Reserve Currency Status of the USD. *Global economic forum.* P. 2. URL: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080421Mon.html>

**McCauley R.** 2011. Renminbi Internationalisation and China's Financial Development. *BIS Quarterly Review.* PP. 41–56.

**Noyer Chr.** 2013. Les Perspectives Pour la zone euro. *Institut de la Finance Internationale.* URL: [http://www.Banque-France.Fr/Fileadmin/User\\_Upload/Banque\\_De\\_France/La\\_Ban\\_QUE\\_De\\_France/Interventionde-Christian-Noyer-Gouverneur-De-La-Ban-Que-De-France-Les-Perspectives-Pour-La-Zone-Euro-25-26-06-2013.Pdf](http://www.Banque-France.Fr/Fileadmin/User_Upload/Banque_De_France/La_Ban_QUE_De_France/Interventionde-Christian-Noyer-Gouverneur-De-La-Ban-Que-De-France-Les-Perspectives-Pour-La-Zone-Euro-25-26-06-2013.Pdf)

**Смирнов С.** 2010. Режимы валютного курса и стабильность экономики. *Вопросы экономики.* № 1. С. 30–32. [Smirnov S. 2010. Exchange Rate Regimes and Economic Stability. *Voprosy ekonomiki.* No 1. PP. 30–32. (In Russ.)]

**Faruqee H.** 2006. Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area. *IMF Staff Papers.* Vol. 53. No 1. PP. 63–88.

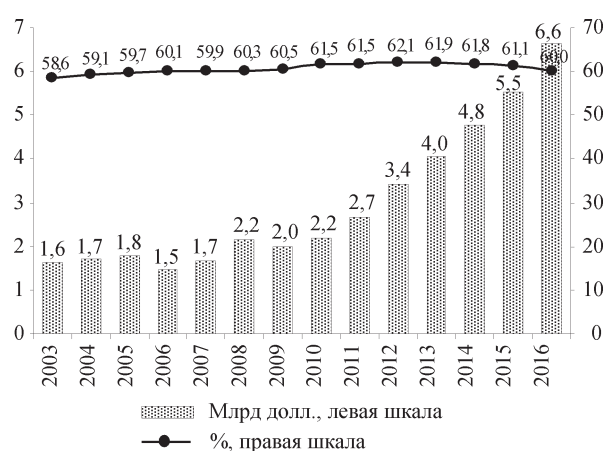


Рис. 18. Взаимная торговля стран Азии, 2003–2016 гг.

Источник. Данные ООН.

## U.S. DOLLAR AND EURO WITHIN THE WORLD MONETARY-FINANCIAL SYSTEM AND PROSPECTS OF ITS DEVELOPMENT

**Dmitriy Kondratov<sup>1</sup>**

*Author affiliation:* <sup>1</sup> Institute of Economics of Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia).

*Corresponding author:* Dmitriy Kondratov (dmikondratov@yandex.ru).

**ABSTRACT.** The problem of the USD as a reserve currency is directly related to the strengthening of international payment imbalances: growth of the U.S. balance of payment deficit and growth of external surpluses of many other countries, especially those of Asia and crude oil exporters. The sustainability of such situation is entirely determined by the central banks' readiness (especially in Asia) to accumulate their reserves in the form of the American assets, thereby financing the deficit of the USA. The global financial crisis launched by the crisis of the U.S. financial system has aggravated the problem of the dollar supremacy and challenged the sustainability of the U.S. dollar leading positions.

The paper suggests possible ways and mechanisms of the world monetary system reorganization according to a multi-currency standard.

**KEYWORDS:** world monetary system, multi-currency standard, supranational world currency, gold, exchange rate regime, global monetary-financial crisis, regional currencies.

**JEL-code:** E42, G01, E42, F33, O24.

*Received 6.04.2018*

