



# ДОЛЛАР властвует — за неимением вариантов

*Эсвар Прасад*

**После мирового финансового кризиса международные валютные механизмы стали объектом пристального внимания**

**Н**А протяжении большей части последнего столетия доллар был главной мировой резервной валютой. Его статус ведущей мировой валюты был подкреплен представлением, бытующим среди международных инвесторов, включая зарубежные центральные банки, о том, что финансовые рынки США являются безопасной территорией. По видимости, это представление обусловило значительную часть притока капитала в США, который резко вырос за последние два десятилетия. Многие считают, что это господство доллара позволило США жить не по средствам, имея значительный дефицит счета внешних текущих операций, финансируемый займами, получаемыми в других странах под низкие процентные ставки. Эта «незаслуженная привилегия», которой пользуются США, вызывает недовольство у некоторых других стран.

Более того, тот факт, что США, богатая страна, является чистым импортером капитала из стран со средним уровнем дохода, таких как Китай, теперь рассматривается как яркий пример дисбаланса в глобальных текущих операциях. Такое движение капитала «против течения», идущее вразрез с прогнозом стандартных экономических моделей о том, что капитал должен двигаться из более богатых стран в более бедные, породило призывы к реструктуризации мировой финансовой системы и пересмотру роли и относительной значимости различных резервных валют.

Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов, последствия которого продолжают сотрясать мировую экономику, привел к росту числа предположений о вполне вероятном или даже неизбежном смещении доллара с позиций ведущей мировой валюты.

Действительно, по некоторым признакам можно было бы предположить, что статус доллара находится под угрозой. Соединенные Штаты преследуют проблемы высокого и постоянно увеличивающегося государственного долга. Валовая сумма государственного (федерального) долга выросла до

## В целом, иностранные субъекты резко увеличили свои запасы финансовых активов США.

16,8 трлн долларов США (см. рис. 1), что примерно равно годовому объему товаров и услуг, производимых и предоставляемых этой страной. Активное использование Федеральным резервом (центральным банком США) нетрадиционных мер денежно-кредитной политики увеличило предложение доллара и создало риски в финансовой системе. Кроме того, политический тупик сделал процесс принятия стратегических решений в США неэффективным, а в некоторых случаях и контрпродуктивным для активизации восстановления экономики. Имеется также серьезная обеспокоенность в отношении того, что недавнее ужесточение бюджетной политики ограничило способность государства осуществлять расходы по таким статьям, как образование и инфраструктура, которые важны для долгосрочного роста производительности.

Все эти факторы должны были вызвать экономический спад в США и ускорить снижение значимости доллара. Но на деле все обстоит совсем не так. Главенствующая позиция доллара в качестве мировой резервной валюты почти не пострадала от мирового финансового кризиса. Мало того, что в течение десятилетия, предшествовавшего кризису, доля доллара в мировых валютных резервах лишь немного уменьшилась, с начала кризиса она держится на уровне примерно 62 процентов (см. рис. 2). В целом, иностранные субъекты резко увеличили свои запасы финансовых активов США. Зарубежные инвесторы сейчас владеют государственными ценными бумагами США стоимостью почти 5,6 трлн долларов (см. рис. 3), по сравнению с 1 трлн долларов в 2000 году. В частности, во время и после недавнего кризиса (с конца 2006 года) иностранные инвесторы приобрели ценные бумаги министерства финансов США на сумму 3,5 трлн долларов. На фоне увеличения объема федерального долга США иностранные инвесторы постоянно наращивают свою долю в той части этого долга, которая находится в «частном владении» (то есть не у других субъектов правительства США или Федерального резерва). Эта доля сейчас составляет 56 процентов. Таким образом, в некоторых отношениях роль доллара в качестве доминирующей резервной валюты укрепились после кризиса.

Как же это произошло вопреки всякой логике? И является ли эта ситуация устойчивой?

### Стремление к безопасности

Одно из кардинальных изменений в мировой экономике последних полутора десятилетий — это возросшая роль стран с формирующимся рынком. На эти страны, и в первую очередь на Китай и Индию, приходится значительная доля роста мирового ВВП за этот период. Примечательно, что кризис не помешал этим странам обеспечивать более свободное перемещение финансового капитала через их границы. И хотя это может показаться рискованным, странам с формирующимся рынком удалось изменить состав своих внешних обязательств, перейдя от долговых к более безопасным и стабильным формам

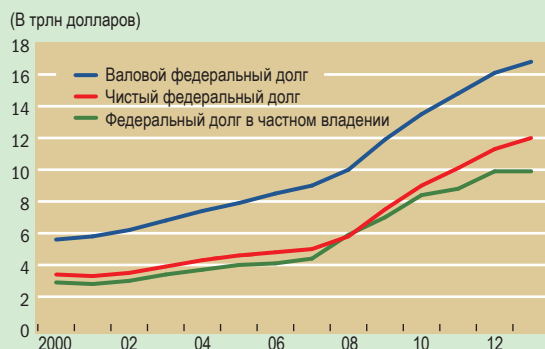
притока капитала, например, в виде прямых иностранных инвестиций. Тем не менее, хотя уязвимость этих стран к валютным кризисам снижается, они сталкиваются с новыми рисками, связанными с возрастающим притоком капитала, включая более высокую инфляцию и бум на рынке активов с последующим спадом.

Мировой финансовый кризис поколебал традиционные взгляды на то, какой объем резервов необходим экономике, чтобы защитить себя от вторичных эффектов мировых кризисов. Даже страны с большими запасами обнаружили, что во время кризиса их резервы стремительно сократились за короткое время в период кризиса, когда они старались уберечь свои валюты от обвала. Тринадцать стран, по которым я проводил исследования, потеряли от четверти до трети объема своих резервов примерно за восемь месяцев в разгар кризиса.

Рисунок 1

### Резкое увеличение долга

Валовая сумма государственного долга США — примерно 16,8 трлн долларов, что примерно эквивалентно годовому ВВП этой страны.



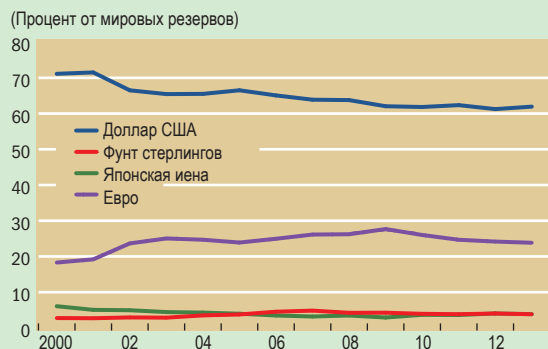
Источник: U.S. Treasury Bulletin, декабрь 2013 г., таблицы OFS-1, OFS-2 и FD-1.

Примечание. Валовой долг включает долг между органами государственного управления, в том числе в трастовых фондах социального страхования США. Чистый долг включает ценные бумаги Министерства финансов США, держателем которых является Федеральная резервная система США. Данные за 2013 год приводятся до июня включительно.

Рисунок 2

### Не сдавая позиции

За последнее десятилетие ведущая роль доллара в качестве мировой резервной валюты уменьшилась лишь незначительно.



Источник: МВФ; база данных по валютной структуре официальных валютных резервов.

Примечание. Приведены только четыре крупнейшие резервные валюты.

Все большая финансовая открытость и подверженность рискам волатильности движения капитала привели к увеличению официального спроса на безопасные финансовые активы, которые, по меньшей мере, сохраняют основную сумму инвестиции и являются относительно ликвидными (то есть легко реализуемыми). Страны с формирующимся рынком получили, как никогда, сильный стимул создавать значительные валютные резервы, чтобы обезопасить себя от последствий волатильных потоков капитала. Так, с 2000 года страны с формирующимся рынком увеличили свои резервы примерно на 6,5 трлн долларов, причем примерно половина этого прироста приходится на Китай (см. рис. 4).

Кроме того, многие из этих стран, а также некоторые страны с развитой экономикой, такие как Япония и Швейцария, активно осуществляли интервенции на валютных рынках — покупали иностранную валюту, чтобы ограничить повышение стоимости своих валют и тем самым сохранить свою экспортную

конкурентоспособность. Интервенция на валютном рынке также приводит к накоплению резервов, которые необходимо хранить в виде надежных и ликвидных активов, обычно государственных облигаций. Этот вид интервенции привел к повышению спроса на безопасные активы.

Этот спрос дополнительно увеличивает реформы нормативных положений, согласно которым финансовые учреждения должны держать безопасные и ликвидные активы в качестве буфера против неблагоприятных финансовых шоков. Кроме того, во времена глобальных финансовых потрясений частные инвесторы по всему миру также хотят заполучить такие активы.

Это приводит к несбалансированности: предложение безопасных активов упало, в то время как спрос на них резко вырос. Кризис подорвал уверенность в том, что ценные бумаги частного сектора, даже те, которые выпущены очень надежными корпорациями и финансовыми организациями, могут считаться безопасными активами. В то же время государственные облигации многих стран с крупной экономикой (например, зоны евро, Японии и Соединенного Королевства) после кризиса также воспринимаются как менее надежные, поскольку эти страны испытывают трудности в связи со слабыми перспективами роста и резко увеличивающимся долговым бременем. Как следствие, правительство США, с их емкими финансовыми рынками и растущим государственным долгом, укрепило свой статус основного мирового поставщика безопасных активов.

Рисунок 3

### Востребованные ценные бумаги

По состоянию на конец 2012 года иностранные и международные инвесторы владеют ценными бумагами США стоимостью 5,6 трлн долларов по сравнению с 1 трлн в 2000 году.

(В трлн долларов)



Источник: U.S. Treasury Bulletin, июнь 2013 г., таблицы OFS-1, OFS-2 и FD-1. Примечание. Иностранные инвесторы включают официальные учреждения, такие как зарубежные центральные банки и суверенные фонды национального благосостояния.

### Парадоксы

Имеет ли смысл другим странам покупать все больше государственных долговых обязательств США и считать их надежными в то время, когда долг этой страны стремительно увеличивается и может угрожать платежеспособности бюджета США? Большая доля долговых обязательств в иностранной собственности создает для США соблазн уменьшить свои долговые обязательства, просто напечатав больше долларов и тем самым сократив реальный (за вычетом инфляции) объем этого долга, что подразумевает невыполнение части обязательств перед иностранными инвесторами. Разумеется, каким бы заманчивым ни был этот шаг, в конечном итоге он является бесперспективным, поскольку он подстегнет инфляцию и скажется на американских инвесторах и экономике США.

На самом деле, существует тонкий баланс с точки зрения внутренней политики, благодаря которому иностранным инвесторам имеет смысл продолжать рассчитывать на то, что США не станут использовать инфляцию, чтобы обесценить их авуары своего государственного долга. Держатели долговых облигаций США внутри страны включают пенсионеров, пенсионные фонды, финансовые учреждения и страховые компании. Эти группы представляют собой влиятельную политическую силу, которая может нанести колоссальный политический ущерб действующему правительству, если инфляция резко повысится. Это дает иностранным инвесторам определенные основания рассчитывать, что стоимость их инвестиций в США будет защищена.

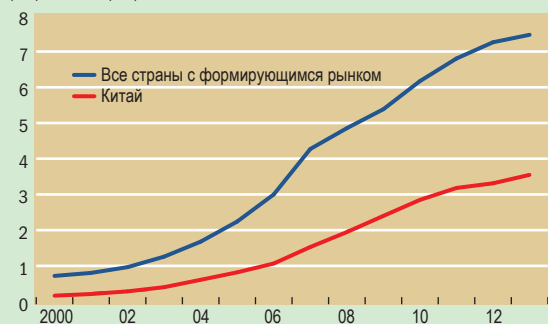
Тем не менее, страны с формирующимся рынком недовольны отсутствием альтернативы долларовым активам для размещения большей части своих резервов, особенно ввиду того, что процентные ставки по государственным ценным бумагам США уже долго остаются низкими, едва удерживаясь на одном уровне с инфляцией. Это недовольство усугубляется, казалось бы, нелогичным ожиданием того, что, несмотря на сильную позицию доллара в качестве доминирующей резервной валюты, в долгосрочной перспективе он, скорее всего, понизится в стоимости. Ожидается, что Китай и другие основные страны с формирующимся рынком будут и в дальнейшем демонстрировать более активный рост производительности по сравнению с США, поэтому, как только финансовые

Рисунок 4

### Приумножая запасы

С 2000 года страны с формирующимся рынком увеличили свои резервы примерно на 6,5 трлн долларов США. На Китай приходится примерно половина этого прироста.

(В трлн долларов)



Источник: МВФ и Народный банк Китая. Примечание. Данные по валютным резервам за 2013 год представлены до конца второго квартала.



рынки стабилизируются, вероятно, возобновится постепенное снижение курса доллара, наблюдавшееся с начала 2000-х годов. Другими словами, иностранные инвесторы, вероятно, получат меньшую сумму в пересчете на свою национальную валюту, когда они в итоге продадут свои долларовые инвестиции. Таким образом, вкладывая средства в государственные ценные бумаги США с низкой доходностью, а не в инвестиции с более высокой прибылью, иностранные инвесторы, судя по всему, готовы платить высокую цену за то, чтобы обладать этими активами, которые в остальных отношениях считаются безопасными и ликвидными.

## Конкуренты

Страна, чья валюта выполняет функцию резервной, обладает материальными и нематериальными преимуществами. Помимо престижа, который дает этот статус, с ним также связан доступ к дешевому кредитованию в национальной валюте страны и преимущество эмиссионного дохода (разницы между покупательной способностью денег и стоимостью их производства), который можно получать как от национальных, так

## Инвесторы по всему миру в основном полагаются на финансовые активы, номинированные в долларах США.

и иностранных держателей валюты. Другие страны с крупными развитыми экономиками имеют гораздо меньшие финансовые рынки или, как в случае с Европой и Японией, относительно слабые перспективы долгосрочного роста и уже существующий высокий уровень государственного долга. В результате эти валюты, скорее всего, не скоро вернут себе прежнее прочное положение. Но ввиду преимуществ, которые доллар получает в качестве резервной валюты, в принципе, следует ожидать появления новых конкурентов, стремящихся разделить эти преимущества.

Одним из возможных конкурентов доллару, ставшим объектом пристального внимания, является китайский юань. Экономика Китая — вторая по величине в мире и имеет все предпосылки, чтобы стать первой в ближайшее десятилетие. Правительство Китая предпринимает активные шаги, чтобы поощрять использование юаня в международных финансовых и торговых операциях. Эта деятельность быстро набирает обороты, учитывая огромный масштаб экономики Китая и умелое ведение внешней торговли. По мере того как будут устраняться ограничения на трансграничную мобильность капитала и валюта станет свободно конвертируемой, юань также будет становиться перспективной резервной валютой.

Однако, с учетом ограниченного развития финансового рынка и структуры политических и правовых институтов в Китае, маловероятно, что юань станет одним из ведущих резервных активов, который иностранные инвесторы, включая другие центральные банки, станут использовать для надежного хранения своих средств. В лучшем случае юань ослабит ведущие позиции доллара, но существенно не подорвет их. Никакие другие страны с развивающейся экономикой не имеют предпосылок к тому, чтобы их валюты обрели статус резервных, не говоря уже о том, чтобы пошатнуть позиции доллара.

Разумеется, преобладание доллара как средства сбережения не обязательно означает его неизменное господство в других аспектах. Скорее всего, с течением времени его роль как

средства обмена и расчетной единицы уменьшится. Развитие финансовых рынков и технологий, позволяющее легче проводить трансграничные финансовые операции с использованием других валют, уменьшает потребность в долларе. Китай подписал двусторонние соглашения с рядом крупнейших торговых партнеров, предусматривающие проведение торговых операций в валютах сторон. Аналогичным образом, не существует веских причин для того, чтобы контракты на определенные биржевые товары, такие как нефть, были и впредь номинированы и допускали расчеты только в долларах.

С другой стороны, поскольку финансовые активы, номинированные в долларах США, особенно государственные ценные бумаги США, остаются предпочтительным вложением для инвесторов, заинтересованных в надежности своих инвестиций, в обозримом будущем доллар будет сохранять прочные позиции в качестве главного мирового средства сбережения.

## Что нас ждет впереди

Официальные и частные инвесторы по всему миру в настоящее время в основном полагаются на финансовые активы, номинированные в долларах США, особенно ввиду отсутствия альтернативы, сравнимой по масштабам и емкости с финансовыми рынками США. Ценные бумаги Министерства финансов США, представляющие собой займы правительства США, все еще рассматриваются как самые безопасные финансовые активы на мировых рынках. Сейчас, когда иностранные инвесторы, включая зарубежные центральные банки, накопили огромные инвестиции в этих ценных бумагах, а также других долларовых активах, у них есть мощный стимул удерживать стоимость доллара от падения. Более того, не существует других валют или инвестиций, которые бы обеспечивали сходный уровень безопасности и ликвидности в количествах, требуемых для инвесторов. Отсюда и проистекает феномен «долларовой ловушки».

Причина, по которой Соединенные Штаты выступают в уникальной роли в мировой финансовой системе, заключается не только в размере экономики этой страны, но и в ее институтах — демократической системе государственного управления, государственных учреждениях, финансовых рынках и правовой системе — которые, несмотря на все свои недостатки, все еще задают мировые стандарты. Например, несмотря на агрессивное и длительное использование Федеральным резервом нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, инвесторы по всему миру, судя по всему, все еще верят в то, что ФРС не позволит инфляции выйти из-под контроля и понизит стоимость доллара.

В конечном итоге, чтобы выбраться из долларовой ловушки, потребуются значительные финансовые и институциональные реформы в странах, претендующих на то, чтобы их валюты потеснили ведущие позиции доллара. Также потребуются серьезные реформы глобального управления, чтобы сократить официальный спрос на безопасные активы путем создания более эффективных систем финансовой защиты для стран. Такие реформы устранили бы потребность в накоплении валютных резервов в качестве средства самострахования на случай валютных и финансовых кризисов.

Доллар будет еще долго оставаться доминирующей резервной валютой, в основном по причине отсутствия лучших вариантов. ■

*Эсвар Прасад является профессором Школы им. Дайсона Корнельского университета, старшим научным сотрудником Брукингского института и научным сотрудником Национального бюро экономических исследований.*

*Эта статья подготовлена на основе новой книги автора "The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance".*