

## СОВРЕМЕННАЯ МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЕ РАЗВИТИЯ

Д.И. Кондратов\*

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

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

**JEL-классификация:** E42, E44,

*Материал поступил 28.10.2015 г.*

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

Насколько важна проблема резервной валюты? Точнее, проблема выполнения

долларом этой роли и его устойчивости в качестве резервной валюты? При ответе на этот вопрос многие зарубежные исследователи отмечают, что сам по себе статус «международной валюты» оказывает меньшее воздействие на реальную экономику страны, чем обменный курс валюты. Проблема доллара как резервной валюты не стала бы столь злободневной в последние годы, если бы не ее непосредственная связь с усилением международных платежных дисбалансов – ростом дефицита платежного баланса США, с одной стороны, и увеличением положительного сальдо балансов многих других стран, особенно стран Азии и стран – экспортеров нефти, – с другой. Устойчивость такой ситуации целиком определяется готовностью центральных банков, в частности азиатских, накапливать свои резервы в форме активов США и тем самым финансировать дефицит этой страны. Мировой финансовый кризис наших дней, спровоцированный кризисом финансовой системы США, начавшимся в 2007 г., еще больше обострил проблему долларовой господства и поставил под вопрос устойчивость лидирующих позиций доллара. Возможные пути и механизмы перестройки мировой валютной системы на мультивалютный стандарт, а также перспективы доллара США как резервной валюты рассматриваются ниже.

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

**Мировые деньги как основной элемент валютной системы**

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

История резервных валют – это прежде всего история крупнейших мировых держав. Завоевание страной ведущих позиций в глобальном производстве, международной торговле и финансовом секторе, как правило, создавало надежную основу для повышения ее национальной валюты, и наоборот – утрата государством экономического лидерства рано или поздно сопровождалось потерей валютной гегемонии. Еще одним важнейшим фактором выдвижения

валют на роль мировых денег, как показывает история международной валютной системы, всегда выступала активная внешняя политика их государств, направленная на достижение доминирующего положения в валютной сфере. Эта политика могла включать самые разные меры экономического и политического характера, в том числе активное кредитование иностранных государств и компаний с целью формирования за рубежом валюты страны-кредитора, содействие международной экспансии национальных банков, оказание прямого политического давления на другие страны с целью принуждения их к более активному использованию своей валюты.

Высокая заинтересованность государств в достижении валютного превосходства определяется значительными преимуществами, которые обеспечивает стране резервный статус ее валюты. К ним прежде всего относятся: возможность покрытия дефицита платежного баланса национальной валютой; заметное укрепление международных конкурентных позиций производителей и финансовых институтов страны-эмитента; масштабное увеличение притока иностранного капитала в национальную экономику. Превосходство в валютной сфере дает и существенные политические дивиденды, поскольку другие страны, использующие резервную валюту во внешнем и внутреннем обороте, оказываются в определенной степени зависящими от стабильности этой валюты и соответственно благополучия выпускающего ее государства. Это, безусловно, способствует повышению их лояльности по отношению к стране-эмитенту резервной валюты, нередко заставляя двигаться в фарватере ее международ-

Таблица 1

**Экономические функции резервных валют**

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

Источник. Составлено по данным центральных банков.

ной политики. Этим преимуществом сегодня, в частности, активно пользуются США, для которых доминирование доллара США на глобальном рынке является не менее, если не более значимым орудием отстаивания своих геополитических и экономических интересов, чем накопленный военный потенциал.

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

Ключевой валютой в международном обороте уже более шестидесяти лет является доллар США. Американская валюта проделала достаточно долгий и сложный путь к завоеванию лидирующих позиций, постепенно вытеснив с них золото и некоторые национальные валюты, доминировавшие на начальных этапах развития мировой валютной системы. Так, золото было признано основной формой мировых денег в ходе первой межгосударственной валютной конференции, состоявшейся в Париже в 1867 г. Учитывая, однако, объективную ограниченность запасов монетарного золота, темпы прироста которых заметно отставали от динамики мировой торговли и рынков капитала, для осуществления международных расчетов и формирования резервов активно использовались векселя и другие платежные инструменты, выписанные в валютах ряда ведущих государств. Особенно велика была роль английского фунта стерлингов, в котором во второй половине XIX века проводились от 60 до 90% платежей в международной торговле и номинировалась большая часть мировых финансовых активов. Доля фунта в резервах центральных банков к концу XIX века вдвое превышала сумму резервов во французских франках и немецких марках и более чем в десять раз – долю доллара США (рис. 1).

Доминирующее положение Британской империи в валютной сфере в конце XIX – начале XX веков определялось, в первую очередь, центральным значением, которое Лондон занимал в этот период в международной торговле, операциях с золотом и капиталами. Лидерство фунта не поколебало даже то обстоятельство, что уже в 1880-е годы США опередили Великобританию по раз-

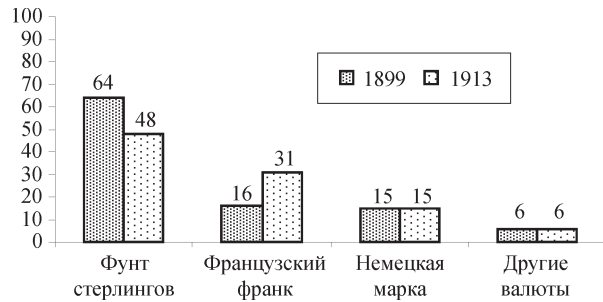


Рис. 1. Доля национальных валют в официальных валютных резервах, 1899 г. и 1913 г., %

Источник. Составлено по данным Национального бюро экономических исследований США.

меру ВВП. Надежность английской валюты, чье золотое содержание оставалось неизменным в течение ста лет (с 1815 по 1914 г.), высокий авторитет британских банкирских домов, через которые финансировалась большая часть международных торговых и инвестиционных сделок, обеспечивали фунту стерлингов главенствующие позиции в валютной сфере вплоть до начала Первой мировой войны. Фактически английская валюта являлась в это время полноценной альтернативой официальному резервному активу – золоту.

В период между двумя мировыми войнами расстановка сил в мировой валютной системе существенно изменилась. Хотя фунт стерлингов смог сохранить положение ведущего международного платежно-резервного средства (во многом благодаря определенной инерции, свойственной глобальному рынку капиталов, а также значительному политическому влиянию Великобритании), с ним все более конкурировал доллар, заметно укрепивший свои позиции в мире. В частности, доллар вышел на второе место после фунта среди национальных валют по доле в официальных резервах. Повышению популярности доллара способствовали многие факторы, и в первую очередь быстрый рост американской экономики, доля которой в глобальном ВВП достигла в 1929 г. 28%; стремительное наращивание официальных золотых резервов (если в 1914 г. США обладали 23% золотых запасов капиталистических стран, то в начале 1920-х 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»), развившимся 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 были установлены золото, доллар и фунт стерлингов, при этом роль главной резервной валюты отводилась доллару. С целью утверждения этого статуса США обязались 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 Америкой. 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 связи с этим утверждение фунта наряду

с долларом в качестве резервной валюты стало в большей степени данью традиции и уважения к Великобритании как стране-победительнице, а не отражением ее реальных экономических возможностей.

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

Бреттон-Вудская валютная система достаточно стабильно функционировала до середины 1960-х 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 западноевропейских государств и Японии. Эти страны, доля ко-

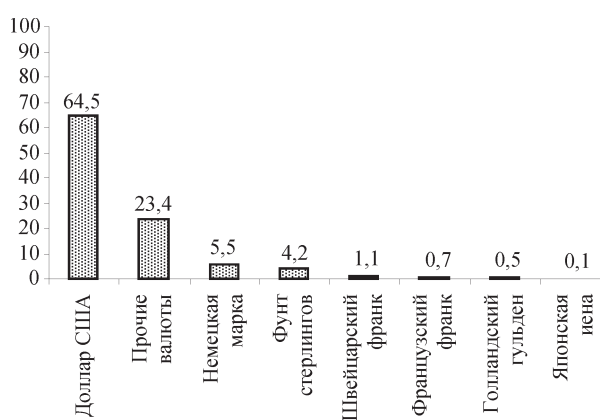


Рис. 2. Доля доллара и других национальных валют в официальных валютных резервах в 1973 г., %

Источник. Составлено по данным Национального бюро экономических исследований США.

торых 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 Америки периодически пользовались правом обмена долларов на золото в Казначействе США, что постепенно истощало его золотой запас. Весной 1971 г. ситуация достигла критической черты – американский торговый баланс впервые в послевоенный период был сведен с дефицитом, а золотой резерв приблизился к минимально допустимому уровню 10 млрд долл. В этих условиях в августе 1971 г. США объявили о «временном» выходе из Бреттон-Вудских соглашений и отказе поддерживать свободный обмен долларов на золото. Это означало конец Бреттон-Вудской системы, основанной на привилегированном положении доллара как официальной «главной» мировой валюты.

После этого страны перешли на плавающие валютные курсы. Мир вступил в эпоху денежной системы, основанной на «вере в доллар». Последний по-прежнему оставался мировым лидером. Этот статус доллар сохранил и в последнее десятилетие – на его долю в этот период приходилось в среднем две трети мировых запасов инвалютных резервов. При этом главная поддержка доллару исходила (и такое положение сохраняется до сих пор) от стран Азии и некоторых других развивающихся стран, осуществляющих политику накопления в беспрецедентных масштабах долларовых резервов 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, 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

отмечены в 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 – безналичной 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 десяти лет можно с уверенностью говорить, что пессимистические прогнозы не оправдались, единая валюта состоялась и имеет весьма благоприятные перспективы, в том числе на международной арене в качестве полноценной альтернативы американскому доллару.

Перспективы евро связаны, прежде всего, с огромным экономическим потенциалом стран зоны евро, вполне сопоставимым с параметрами экономики США. Сегодня из 28 стран на единую валюту перешли 17 государств. Их совокупная доля в глобальном ВВП на конец 2011 г. составляла 14,2% (доля США – 19,1%), в мировом товарном экспорте – 18,8% (США – 9,9%) (табл. 2). Примерный паритет между странами зоны евро и США сложился и по уровню развития финансового рынка (на конец 2013 г. общий объем рынка акций, долговых ценных бумаг и банковских активов зоны евро оценивался в 66,1 трлн долл., США – 72,7 трлн долл.),

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

Макроэкономические показатели	Зона евро	Япония	США
ВВП, в текущих ценах, трлн долл. США	12,191	5,937	16,244
ВВП на душу населения (по ППС 2005 г.), долл. США	29 689,1	32 234,7	43 469,0
ВВП на душу населения (США=100%)	70	68	100
Темпы роста инвестиций в основной капитал, % к предыдущему году	-3,0	2,6	2,9
Темпы роста реального ВВП, % к предыдущему году	-0,5	1,5	1,9
Производительность труда, тыс. долл. США	52,9	40,1	64,1
Производительность труда (США=100%)	82,5	62,5	100
Темпы роста производительности труда, % к предыдущему году	0,8	1,3	1,0
Темпы роста частного потребления, % к предыдущему году	-0,7	1,9	2,0
Государственный долг, % к ВВП	106,4	227,1	104,0
Бюджетный дефицит (-) / профицит (+), % к ВВП	-2,8	-10,0	-6,5
Счет операций с капиталом, % к ВВП	0,01	-0,34	1,36
Счет текущих операций платежного баланса, % к ВВП	1,25	0,69	-2,22
Долгосрочные процентные ставки, % годовых	3,01	0,69	2,35
Экспорт товаров и услуг, % к ВВП	43,5	15,2	12,7
Импорт товаров и услуг, % к ВВП	42,4	14,0	16,3
Безработица, % от экономически активного населения	12,1	4,0	7,4
Индекс потребительских цен, % к предыдущему году	1,3	0,4	1,5
Затраты на НИОКР, % к ВВП	1,77	3,33	2,78

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

при этом в зоне евро традиционно более развит банковский сектор, в США – рынок акций (табл. 3).

Неприсоединившиеся к зоне евро страны ЕС делятся на две группы. Одни, как 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 соответствуют жестким требованиям к кандидатам на введение единой валюты. Вместе с тем, по общему мнению, при сохранении нынешних темпов расширения зоны евро уже через несколько лет она достигнет американскую экономику

по основным характеристикам, в том числе по емкости финансовых рынков. В настоящее время позиции, занимаемые евро на мировой арене, еще не соответствуют масштабам стоящей за ней экономики стран зоны евро. Доля евро в официальных резервах, в обслуживании международной торговли, обороте глобальных валютно-финансовых рынков в большинстве случаев уступает доле доллара в 1,5–2 раза.

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. 4). Основная причина этого – осторожная, сдержанная денежно-кредитная политика ЕЦБ, не заинтересованного в чрезмерно быстром наращивании объема евро в международном обороте, способном негативно отразиться на макроэкономической ситуации в зоне евро. Во всех программных документах ЕЦБ подчеркивается, что

Таблица 3  
Размеры финансового рынка стран зоны евро, Японии и США в 2013 г.

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

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

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

Основные показатели	2007 г.	2011 г.	2013 г.
В валютных резервах	26,5	25,0	24,4
На международном рынке долговых ценных бумаг	32,2	26,2	25,3
<i>Евро на международном рынке займов и депозитов</i>			
Международные займы, предоставленные банками стран зоны евро небанковским учреждениям вне зоны евро	22,1	21,8	20,3
Международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро небанковским заемщикам в зоне евро	20,9	17,3	15,8
Международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	21,0	22,4	19,0
Международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро	20,6	22,8	19,6
<i>Евро на международном валютном рынке</i>			
Общий оборот на валютном рынке	37,2	19,6	19,5
Ежедневная сумма взаимных расчетов в рамках CLS	39,3	39,2	37,4
<i>Евро в расчетах по торговле товарами и услугами</i>			
Расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 39 до 62	66,7	67,2
Оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 34 до 56	50,2	49,0
Расчеты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 16 до 67	61,9	52,1
Оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 23 до 71	61,4	58,4
Объем наличных евро за пределами зоны евро, млрд евро	71,1	118	131
Доля стран, привязывающих свою национальную валюту к евро	40	51	49

*Источник.* Составлено по данным Европейского центрального банка.

главной его задачей выступает обеспечение ценовой стабильности в зоне евро, а не ускоренное продвижение евро за рубежом. Осторожность ЕЦБ оправдана – евро является относительно новой валютой, уникальной с точки зрения количества охватываемых ею стран, поэтому постепенность интернационализации необходима для обеспечения его долгосрочной устойчивости.

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

смотря на некоторое увеличение в последнее время инвестиций в евро со стороны центральных банков и суверенных фондов ряда стран названных регионов.

Дальнейшее развитие международной роли евро и перспективы его превращения в ведущую валюту зависят от множества взаимосвязанных факторов. Важнейшим из них, безусловно, является способность монетарных властей США поддерживать доминирующее положение доллара на глобальном рынке в условиях огромного дефицита платежного баланса и федерального бюджета США. Многие будут определяться и ходом развития самой зоны евро, в частности, темпами присоединения к ней новых крупных участников и наращивания потенциала единой европейской экономики.

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

Активное использование доллара и евро в международной торговле и финансах, опирающееся на экономическую мощь,

широкие мирохозяйственные связи и развитые рынки капитала и ЕС, способствует их накоплению другими государствами в качестве резервных валют. Сегодня на доллар и евро приходится более 80% из 7,32 трлн долл. накопленных во всем мире официальных валютных резервов. Эти же валюты преобладают в активах суверенных инвестиционных фондов, размер которых в начале 2013 г. достиг 3,3 трлн долл.

Основной спрос на доллар и евро в качестве резервных валют формируют развивающиеся страны, аккумулирующие более 75% официальных валютных запасов (рис. 3). Особенно заметным отрыв развивающихся государств от развитых по 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 способствует снижению инфляционных ожиданий и росту инвестиционной активности в экономике. Стабильность курса национальной валюты стимулирует экспорт и приток ино-

странных капиталовложений в страну, способствует повышению доверия населения и участников рынка к финансовой политике государства.

Сегодня таргетирование валютного курса в той или иной мере осуществляют 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.

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

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

В будущем доллар и евро продолжат играть роль ключевых резервных валют, а также номинального якоря денежно-кредитной политики многих развивающихся стран. При этом постепенное усиление позиций евро в глобальной экономике будет способствовать увеличению числа госу-



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

Источник. International Financial Statistics, 2013.



дарств, использующих его в качестве операционного ориентира финансовой политики и основного резервного актива.

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

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

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



Рис. 4. Индекс номинального и реального эффективного валютного курса доллара (2010 = 100%) и динамика курса доллара по отношению к евро, 1994–2014 гг.

Источник. Построено по данным ОЭСР. URL: <http://stats.oecd.org/index.aspx?>

ра на доллар как на главное средство государственной валютной политики, формирования резервов и расчетную единицу уже не является больше необходимостью» (Rajan, Kiran, 2011).

Основными факторами, воздействующими на развитие тенденции к падению курса доллара в последние годы, являются (рис. 5):

- увеличение дефицита США по балансу текущих платежных операций, т. е. разницы между платежами, которые американцы получают от других стран (экспорт, услуги, проценты по зарубежным инвестициям), и их собственными выплатами этим странам (импорт, услуги, займы). В 2011 г. дефицит составил 465,9 млрд долл., или 3,09% ВВП страны. Такая сумма дефицита означает, что страны – контрагенты США для сохранения стабильного баланса в расчетах должны ежедневно затрачивать около 2 млрд долл. на покупку номинированных в долларах американских активов (обычно казначейских билетов), или реинвестировать свои доходы в экономику США, или, наконец, обменивать доллары на отечественную валюту. До тех пор пока в США сохранится дефицит такого масштаба, будет сохраняться понижающее давление на доллар. Израильский аналитик Ровен Хошен полагает, что экспоненциальный рост долга связан с амбициозной внешней политикой и консервативным управлением экономикой (Hoshen, 2006). Под консервативным Р. Хошен здесь понимает не осторожное управление, когда каждый шаг выверяется, а то, преждее, имея в виду печатание денег как топлива для глобальной экономики;

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



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

Источник. Построено по данным ОЭСР. URL: <http://stats.oecd.org/index.aspx?>

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

Рост нестабильности глобального рынка капиталов и происходившее до недавних пор снижение курса американской валюты повлекли за собой резкое повышение мировых цен на сырьевые товары, для которых доллар выступает основной валютой расчетов. В 2000-е годы коэффициент корреляции между курсом американской валюты и индексом Reuters-CRB, одним из наиболее широко используемых индикаторов состояния мирового товарного рынка, учитывающим поведение цен на семнадцать основных видов сырьевой продукции, достиг значения в  $-0,94$  (рис. 6). Иными словами, в последние годы изменение стоимости сырья более чем на 90% объяснялось динамикой курса доллара. Так, при снижении курса доллара на 1% цена барреля нефти увеличивалась в среднем на 4 долл.

Повышение мировых цен на сырье, вызванное обесценением доллара, в свою оче-

редь, заметно ускорило 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 (рис. 7). В ряде государств показатели инфляции достигли двухзначных значений – максимального уровня за последние десять-пятнадцать лет. Активизация инфляционных процессов ведет к сокращению потребления, уменьшению промышленного производства и в целом снижению динамики экономического роста во многих странах.

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

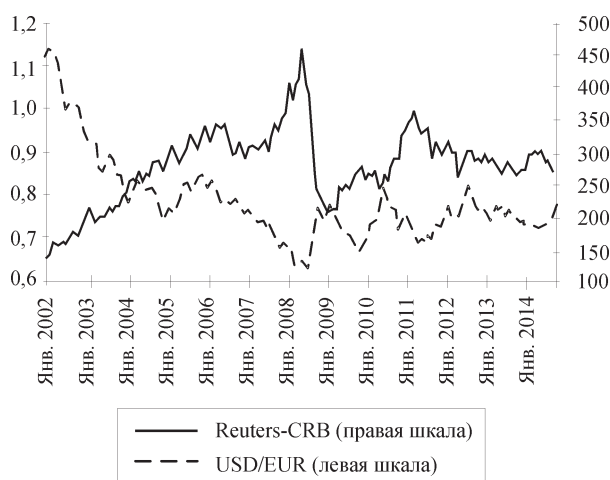


Рис. 6. Динамика курса доллара по отношению к евро и индекса Reuters-CRB, 1994–2014 гг.

Источник. Построено по данным ОЭСР. URL: <http://stats.oecd.org/index.aspx?>

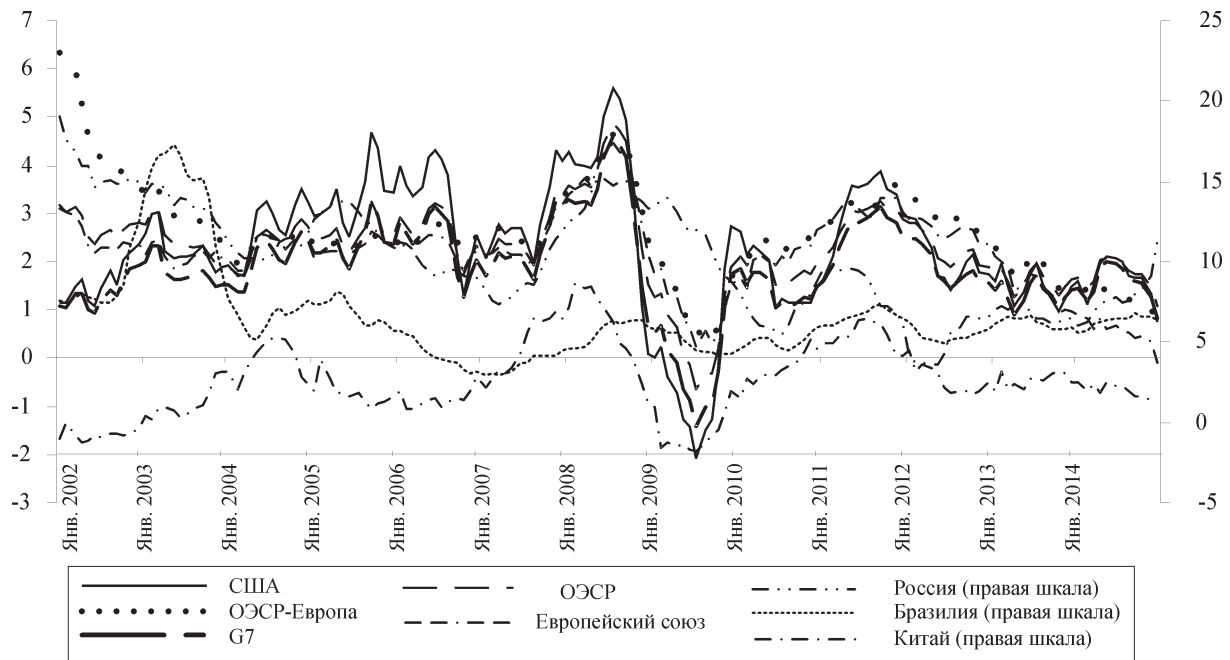


Рис. 7. Темпы роста потребительских цен в развитых и развивающихся странах, 1996–2012 гг., % к предыдущему году

Источник. International Financial Statistics, 2013.

Для держателей долларовых активов падение курса американской валюты обернулось прямыми финансовыми потерями, общая величина которых за последние пять лет, по оценкам, превысила 3 трлн долл. Наиболее значительные убытки понесли ведущие торговые партнеры США: Япония, Китай, страны зоны евро. При этом неопределенность перспектив доллара подталкивает международных инвесторов к уменьшению долларовых активов и увеличению вложений в другие ведущие валюты, прежде всего евро. Это формирует предпосылки для дальнейшего обесценения доллара, что усиливает нестабильность на глобальном валютном рынке и оказывает негативное влияние на развитие мировой экономики. По прогнозу Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), вследствие резкого ухудшения ситуации на международных валютно-финансовых рынках темпы роста мирового ВВП сократятся с 4,9% в 2010 г. до 3,4% в 2013 г. и 4,2% в 2014 г. (табл. 5).

### **Причины роста глобальной валютной нестабильности**

Наблюдаемое усиление нестабильности на валютных рынках стало закономерным

результатом происходивших в последние пятнадцать лет масштабных структурных изменений в глобальной экономике, способствовавших накоплению в ней значительных торговых и инвестиционных дисбалансов.

Либерализация внешней торговли и углубление процессов глобализации привели к многократному увеличению денежных потоков товаров, услуг и капитала между странами. По сравнению с серединой 1990-х годов в 2011 г. объем мировой торговли товарами вырос почти в четыре раза, до 17,16 трлн долл. в год (рис. 8), прямых и портфельных инвестиций – в пять раз, до 4,5 трлн долл. в год.

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

Расширение международных экономических связей сопровождалось постепенным нарастанием внешнеторговых дисбалансов, прежде всего в отношениях между развивающимися странами и США – крупнейшим мировым импортером, на долю которого приходится 20% глобального импорта товаров и услуг. С одной стороны, опе-

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

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

Примечание. 2015–2016 гг. – прогноз.

Источник. Bloomberg.

режающий рост экспортных доходов развивающихся стран способствовал формированию устойчивого положительного сальдо их внешней торговли. С другой стороны, резкое снижение нормы сбережений и увеличение потребления в США обернулось существенным ухудшением состояния торгового баланса страны, дефицит которого за 1996–2012 гг. вырос почти в 4 раза – с 124,7 млрд долл. (1,24% к ВВП) до 470,2 млрд долл. (2,96% к ВВП) в год.

В условиях плавающих валютных курсов накопление США значительного отрицательного сальдо должно было 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 валю-

ты во второй половине 1990-х – начале 2000-х годов обусловлена в первую очередь высоким спросом на доллар, сохранявшимся в это время на глобальных рынках. Этот спрос стимулировался несколькими основными факторами.

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

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

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

- появление единой европейской валюты – евро, которая начала активно использо-

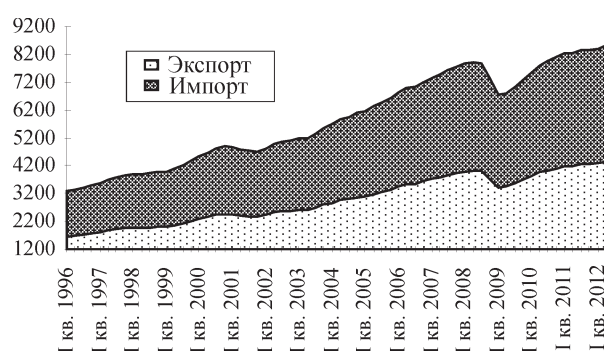


Рис. 8. Объем мировой торговли товарами услугами (с сезонной корректировкой), 1996–2012 гг., млрд долл.

Источник. International Financial Statistics, 2013.

ваться для размещения средств центральных банков и международных частных инвесторов, спровоцировав тем самым заметное сокращение глобального спроса на доллар;

- уменьшение спроса на американскую валюту со стороны инвесторов из других развитых стран вследствие схлопывания «пузыря» в секторе высокотехнологичных компаний, спровоцировавшего в 2001 г. значительное падение американского фондового рынка, и последовавшее за этим резкое снижение процентных ставок в США (эти факторы привели, в частности, к формированию в 2004 г. отрицательного сальдо финансовых операций США со странами зоны евро) (рис. 9);

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

Ослабление доллара, однако, не привело в 2000-е 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 амери-

канский импорт увеличиваются за год менее чем на 2%, тогда как аналогичное снижение курса единой европейской валюты приводит к удорожанию импортируемых странами зоны евро товаров на 8% (табл. 6). Кроме того, существенное снижение процентных ставок в первой половине 2000-х 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 нетто-должника остального мира. В 2011 г. обязательства США перед нерезидентами достигли 40 трлн долл., превысив на 2,4 трлн долл. требования к остальному миру (рис. 10).

Таблица 6

**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 H., 2006. P. 70).

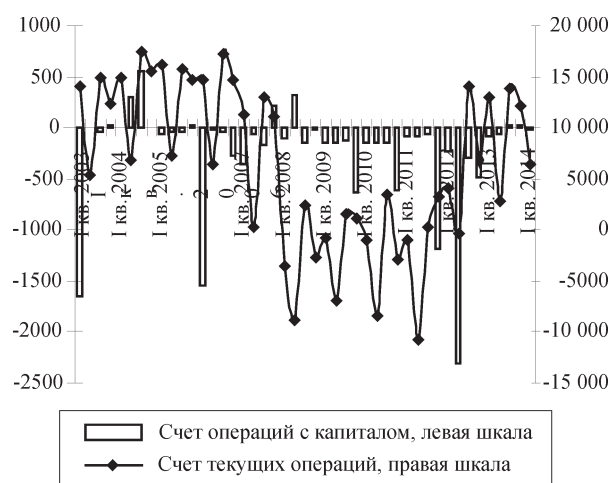


Рис. 9. Сальдо счета текущих операций и счета движения капитала зоны евро с США, 2003–2014 гг., млн евро

Источник. Данные Евростата. URL: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop\\_q\\_euro&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_q_euro&lang=en)

При этом повсеместное использование США собственной валюты для финансирования растущего дефицита торгового баланса способствовало накоплению значительных долларовых авуаров другими странами, в особенности развивающимися, 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 заметно ухудшилась. В результате острого кризиса на рынке недвижимости резко замедлились темпы роста американской экономики

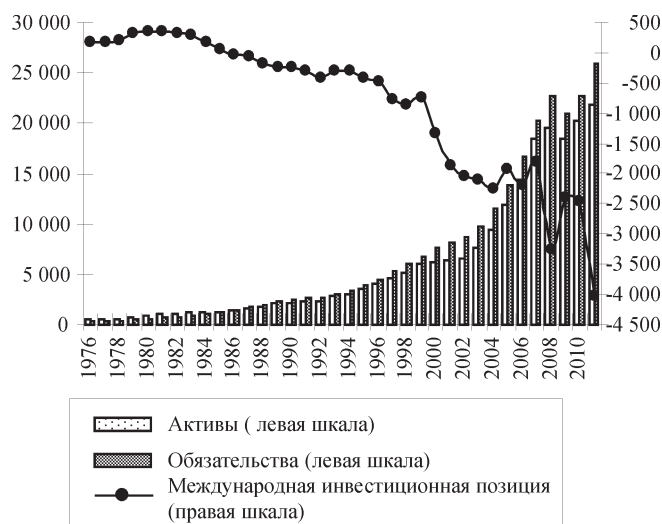


Рис. 10. Чистая международная инвестиционная позиция США, 1976–2011 гг., млрд долл.

Источник. International Financial Statistics, 2013.

(рис. 11)<sup>1</sup>, а крах пирамиды высокорисковой ипотеки sub-prime, повлекший за собой огромные убытки инвесторов по всему миру, поставил под серьезное сомнение качество

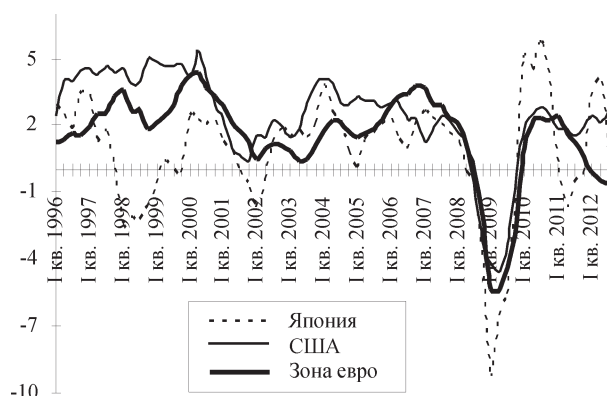


Рис. 11. Темпы роста реального ВВП в Японии, США и зоне евро, 1996–2012 гг., % к предыдущему году

Источник. Построено по данным ОЭСР. URL: <http://stats.oecd.org/index.aspx?>

<sup>1</sup> Упомянутые экономические механизмы представляют собой лишь часть солидного набора экономических компонентов американского кризиса. Наличие еще и военно-политических компонентов превращает его в системный. В советскую эпоху даже научная пресса повторяла избитый тезис: военные расходы истощают экономику. Они действительно истощали советскую экономику, но американская не только иная по своим масштабам, она построена на других принципах, и до определенных границ осуществление военно-политической стратегии, основанной на вторжении и замене режима с последующим приходом американских ТНК, действительно приносило дивиденды. Однако упомянутые границы тоже были пройдены, и теперь американская экономика идет вниз.

многих видов американских финансовых инструментов, обращающихся на глобальных рынках. Эти факторы, а также значительное ухудшение международных позиций доллара в последнее время способны серьезно затруднить США привлечение иностранного капитала. В итоге повышается риск дальнейшего обесценения доллара и в целом ставит под сомнение долгосрочную жизнеспособность существующей конфигурации мировой валютной системы, основанной на американской валюте.

### Перспективы доллара США

Сможет ли какая-либо другая валюта бросить вызов доллару в качестве лидирующей мировой валюты? Этот вопрос заслуживает более пристального внимания, поскольку он 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 внешне-торгового дефицита США, покрытие которого требует дальнейшего наращивания долговых обязательств перед нерезидентами, что в условиях резкого ухудшения состояния американских финансовых рынков может быть затруднено;
- быстрый рост дефицита федерального бюджета США, размер которого по итогам 2014 финансового года прогнозируется на уровне 5,24% к ВВП, а также усиливающим долговую нагрузку на американскую экономику;

- постепенное увеличение спроса развивающихся стран на евро в качестве резервной и инвестиционной валюты;
- возможность появления в недалеком будущем региональной валюты (в частности, предполагается, что одной из таких валют мог бы стать российский рубль).

Резкое ухудшение ситуации на американских финансовых рынках во второй половине 2007–2008 гг., спровоцированное

кризисом ипотеки sub-prime, привело к сокращению притока иностранного капитала в страну и обернулось почти 15-процентным падением курса доллара к евро и 8-процентным к корзине валют основных торговых партнеров Америки в начале 2008 г.

Зарубежные инвесторы, понесшие крупные потери по ипотечным бумагам, существенно ограничили спрос на ценные бумаги корпоративного сектора США. Для американской экономики, испытывающей все большую зависимость от внешних заимствований, сокращение притока иностранного капитала на фондовый рынок затрудняет привлечение финансовых ресурсов национальными компаниями и банками и повышает риск банкротства крупных корпоративных эмитентов (рис. 12).

Сокращение вложений нерезидентов в американские ценные бумаги было отчасти компенсировано увеличением их инвестиций в государственные долговые обязательства США. Размер этих инвестиций в начале 2012 г. достиг рекордного за последнее время показателя – более 200 млрд долл. в квартал. В условиях роста глобальной финансовой нестабильности казначейские обязательства США рассматриваются международными инвесторами как наиболее 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 охладить интерес нерезидентов даже к этим финансовым инструментам, подтолкнув их к размещению своих капиталов в других странах, что чревато резкой девальвацией доллара и дестабилизацией мирового валютного рынка. При этом огромная долговая нагрузка на экономику, а также необходимость стимулирования замедлившегося экономического роста в современных условиях существенно ограничивают возможности монетарных властей по проведению политики высоких процентных ставок, содействующей привлечению иностранного капитала и укреплению курса доллара (рис. 13).

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



Рис. 12. Прирост внешних обязательств США, 2005–2013 гг., млрд долл. в квартал

Источник. International Financial Statistics, 2013.



Рис. 13. Процентные ставки в США, 1996–2012 гг., % годовых

Источник. International Financial Statistics, 2013.

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 экспортоориентированных экономиках, включая японскую и западноевропейскую. В этой ситуации международные держатели долларовых активов оказываются в некотором роде заложниками доллара, заинтересованными в сохранении его устойчивости. Для США это означает, в частности, готовность центральных банков других стран к осуществлению масштабных валютных интервенций в поддержку доллара.

При этом США располагают и собственными значительными возможностями, позволяющими им корректировать движение мировых финансовых потоков в свою пользу. По мнению ряда экспертов, для успешной конкуренции с другими странами за привлечение иностранных капиталов США не только обеспечивают привлекательные инвестиционные условия внутри страны, но и активно используют «стратегию управляемых кризисов», не создающих системных рисков для мировой экономики, но существенно ослабляющих их конкурентов. В частности, периодически возникающие региональные кризисы (например, в Юго-Восточной Азии, Латинской Америке, военных действиях на Балканах) нередко связываются именно с политикой США по регулированию глобальных инвестиционных потоков и перенаправлению их

в свою экономику. Вполне можно предположить, что и российско-грузинский конфликт был спровоцирован США во многом с целью торможения динамично развивающихся внешнеторговых и инвестиционных связей России и ЕС, срыва крупных совместных энергетических проектов, в том числе строительства газопровода Nord Stream, и в конечном счете – ухудшения экономической ситуации в западноевропейских странах и ослабления евро.

Во многом преувеличенными представляются опасения и по поводу скорого краха финансовой системы и пирамиды государственного долга США. На практике монетарные власти США предпринимают активные шаги по поддержанию высокой ликвидности национальных рынков капитала и предотвращению банкротств крупнейших кредитно-финансовых институтов страны, а размер и структура государственного долга пока не угрожают финансовой стабильности в стране. Госдолг, действительно, превышает 9 трлн долл. и является одним из самых крупных в мире. Вместе с тем отношение госдолга к ВВП составляет у США 61,3%, что в три раза меньше, чем у Японии, и в полтора меньше, чем в зоне евро (рис. 14). При этом эффективный долговой менеджмент позволяет Казначейству США сохранять процентные выплаты на одном уровне, несмотря на абсолютный рост заимствований. Более того, размер этих выплат неуклонно снижается по отношению к основной сумме долга и ВВП страны. Если в конце 1980-х годов процентные расходы

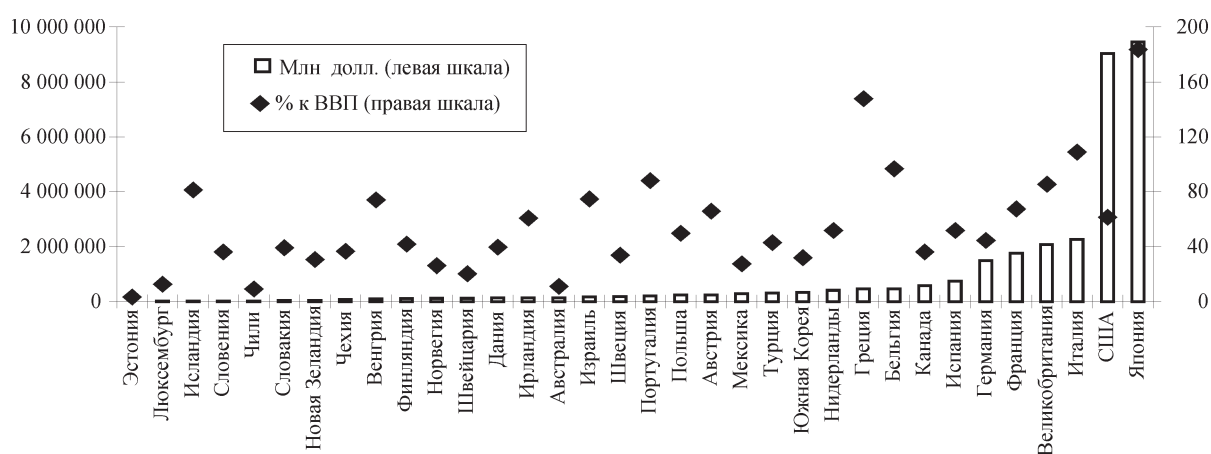


Рис. 14. Государственный долг в странах ОЭСР, 2014 г.

Источник. Построено по данным ОЭСР URL: <http://stats.oecd.org/index.aspx?>



достигали 8,5% величины государственного долга и 4% ВВП, то в 2012 г. они были вдвое ниже по отношению к этим показателям<sup>2</sup>.

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 не отмечается резкого поворота от доллара. В последние годы

прослеживается тенденция к сокращению доли доллара в пользу других валют – евро и азиатских. Так, по данным МВФ, за период с 2001 по 2011 г. доля доллара в общемировых запасах инвалюты сократилась с 71,5 до 62,2%, причем в промышленно развитых странах она была более высокой (66,2%), чем в развивающихся (57,4%). За тот же период доля евро возросла с 19,2 до 25,0%, причем в развивающихся государствах отмечается более высокая концентрация запасов евро (27,4%), чем в развитых (23,0%). Однако детальный анализ этих данных не подтверждает предположение о том, что имеет место бегство от доллара. Прежде всего необходимо учитывать большую роль колебаний обменного курса доллара. При формировании валютной корзины центральные банки предпочитают «покупать дешевле и продавать дороже». В течение анализируемого периода доллар заметно обесценивался (за исключением 2002 и 2005 гг., когда его стоимость повышалась), поэтому банки покупали непропорционально больше долларов по сравнению с другими валютами. А в 2005 г., когда обесценился евро, именно эта валюта явилась объектом непропорционально больших закупок. Другими словами, обесценение доллара повлекло за собой снижение его доли в структуре мировых резервов инвалюты. И, наконец, большое значение имеет долгосрочный аспект в развитии тенденции. Если рассматривать изменение доли доллара в структуре инвалютных резервов с начала 1990-х годов (50%), то обнаруживается ее существенное повышение в сравнении с уровнем 2011 г. (62,2%)<sup>3</sup>.

В западной академической литературе появилось несколько работ, в которых

<sup>2</sup> Состав кредиторов правительства США также способствует поддержанию устойчивости пирамиды американского государственного долга. В его структуре преобладают консервативные инвесторы, малочувствительные к изменению курса доллара. Их доля неуклонно возрастала на протяжении последнего десятилетия и к настоящему времени превысила 60%. Примечательно, что главным инвестором в казначейские облигации являются сами Соединенные Штаты. ФРС, федеральное правительство, отдельные штаты, государственные учреждения и пенсионные фонды владеют более чем 30% совокупного госдолга своей страны. Вторым крупным держателем американских обязательств выступают центральные банки и суверенные фонды зарубежных стран, в том числе Китая, Японии, Бразилии, России и Норвегии. На эту группу кредиторов, далеко не склонных к принятию скоропалительных финансовых решений, приходится еще порядка 30% государственных облигаций США. Доля частных международных инвесторов, наиболее чутко реагирующих на изменение курса доллара, в структуре государственного долга США сегодня не превышает 15%.

<sup>3</sup> И, наконец, 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 не просто большими, но во много раз превосходящими преимущества доллара, проистекающие из реализации им финансовой власти и (что взаимовязано) определенных обязанностей по организации международной финансовой системы. Не случайным является 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-е годы.

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

Анализируя перспективы увеличения роли евро, аналитики отмечают, что уже сейчас эта валюта составляет серьезную конкуренцию доллару. Это вторая после доллара резервная валюта (доля в мировых официальных запасах составляет в настоящее время 25%)<sup>4</sup>. Важность и роль евро определяется экономическими и финансовыми показателями роста Евросоюза. В 2011 г. капитализация рынка ценных бумаг (акции и облигации) зоны евро и Великобритании вместе взятых составила 37,4 трлн долл., т. е. 30% от мировой величины. Соответствующие показатели США – 43,5 трлн долл. и 35% (Jep, 2008.). В перспективе, после присоединения Великобритании к зоне евро, последняя сможет превзойти США по многим показателям развития рынков капитала. По мнению некоторых аналитиков, к которым присоединяется и бывший председатель ФРС А. Гринспен, евро в долгосрочной перспективе – к 2020 г. сможет заменить доллар в качестве лидирующей резервной валюты, если будут реализованы следующие условия: 1) все страны ЕС, включая Великобританию, присоединятся к зоне евро, т. е. будут использовать евро как национальную валюту; 2) тенденция к обесценению доллара останется устойчивой и в будущем (Там же. Р. 4).

Согласно точке зрения других аналитиков, которые делают акцент на особенно быстрых темпах экономики стран Азии, преж-

<sup>4</sup> Здесь важно отметить, что американская экономика все еще существенно превосходит 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.

де всего Китая, существует вероятность того, что вызов доллару будет брошен со стороны юаня или какой-либо другой азиатской валюты (Cockerell, Shoory, 2012; Gao, Yu, 2009; Hongyi, Peng, Shu, 2009; McCauley, 2011).

\* \* \*

Финансовый кризис 2007–2008 гг., разразившийся в США, а затем перекинувшийся на весь мир, обострил давно назревавшие вопросы: может ли такое положение сохраняться бесконечно? где пределы господствующих позиций доллара, роста внешнего долга и возможностей США финансировать свою экономику за счет всего остального мира? Ответы на эти вопросы не столь очевидны, как это может показаться на первый взгляд. Возможны несколько сценариев развития событий.

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

2. Учитывая зависимость многих стран мира от доллара как резервной валюты, иностранные государства, прежде всего страны «большой семерки», предпримут и уже начали осуществлять всевозможные действия, направленные на поддержание курса доллара, с тем чтобы не допустить краха мировой финансовой системы. Согласно последним данным (октябрь 2012 г.), центральные банки Евросоюза сделали первые шаги по влиянию долларовой ликвидности в экономику своих стран; увеличены объемы государственных гарантий по депозитам частных банков и гарантий межбанковского кредитования. Осуществляются и более радикальные меры, такие как национализация находящихся в кризисе некоторых частных банков, имеющих системное значение для финансовой системы Евросоюза.

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

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

- Cockerell L., Shoory M.** 2012. Internationalising the Renminbi. *RBA Bulletin*. June. PP. 77–90. URL: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2012/jun/pdf/bu-0612-9.pdf>
- Faruqee H.** 2006. Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area. *IMF Staff Papers*. Vol. 53. No. 1. PP. 63–88.
- Gao H., Yu Y.** 2009. Internationalisation of the Renminbi. *BoK-BIS Seminar*. Seoul. March 19–20. URL: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>
- Hongyi C., Peng W., Shu Ch.** 2009. The Potential of the Renminbi as an International Currency. *BIS, Asian Research Programmee*. February. URL: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>
- Hoshen R.** 2006. Policy and Agenda. The Danger of a Global Economic Tidal Wave. *Media*. December, 14. PP. 1–8. URL: <http://www.omeia.org/ShowArticle.asp?DynamicContent11-1972&MenuID-726&Thread11>
- Jen S.** 2008. Q&A on the reserve currency status of the USD. *Global economic forum*. April, 21. 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*. December. PP. 41–56.
- Rajan R.S., Kiran J.** *Will the Greenback Remain the World's Reserve Currency?* URL: [www.freewebs.com/rrajan1/Reserves.pdf](http://www.freewebs.com/rrajan1/Reserves.pdf)

In citation: *Belorusskii Ekonomicheskii zhurnal*. 2016. No 1. P. 42–60.

*Belarusian Economic Journal*. 2016. No 1. P. 42–60.

## MODERN WORLD MONETARY 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:* Dmitrii Kondratov (dmikondratov@yandex.ru).

**ABSTRACT.** The article presents the conceptual approaches to the reformation of the world monetary system which determine the principles of its functioning and interstate regulation with due regard for the lessons of the world financial economic crisis.

**KEYWORDS:** world monetary system, multicurrency standard, supranational world currency, gold, exchange rate regime, International Monetary Fund, world financial and economic crisis, regional currencies.

**JEL-code:** E42, E44,

*Received 28.10.2015*

