

Содержание

Введение.....	7
1. Динамика и проблематика развития международной валютной системы в XXI веке.....	11
1.1. Прогнозы и сценарии развития глобальных дисбалансов и роли резервных валют	20
1.2. Глобальные дисбалансы и мировая финансовая система.....	24
2. Динамика экономического развития США как фундаментальное основание доминирования доллара в международных резервах и расчетах.....	37
2.1. Фискальная политика США и динамика государственного долга	44
3. Динамика бюджетной политики еврозоны и Великобритании.....	57
3.1. Среднесрочные и долгосрочные тренды политики бюджетных расходов и государственного долга в странах ЕС и Великобритании	64
4. Бюджетная политика Китая	77
5. Альтернативы фискальной политики США и их возможное влияние на динамику экономики и суверенного долга	83

6. Оценка влияния демографических факторов и в целом ожидаемой бюджетной динамики на положение основных глобальных валют	91
Заключение.....	97
Литература	99

Введение

Вот уже несколько десятилетий многочисленные эксперты предрекают в исторически кратчайшие сроки неминуемый крах доллара как гегемона мировой финансовой системы. Сроки эти тем не менее все не наступают.

В разное время на роль новых гегемонов претендовали иена, евро, а последние 10–15 лет и юань. Логика простая: большая и динамично растущая экономика является естественным эмитентом подходящей валюты.

Однако доля страны в мировом ВВП, в мировой торговле, в международных мировых расчетах и платежах, в мировых резервах – совершенно разные величины, динамика которых определяется разным набором фундаментальных факторов. Этому соответствуют разные оценки экономическими агентами рисков использования той или иной валюты в торговых или капитальных операциях.

В конце прошлого – начале нынешнего тысячелетий в этих наборах фундаментальных факторов особую роль стали играть глобальные дисбалансы. Глобальные дисбалансы возникают и укореняются

как результат действия дифференциала страновых экономических динамик, который в свою очередь связан с готовностью инвесторов к риску. А она возрастает при глобализации, позволяющей инвесторам вкладываться в новые юрисдикции, новые инвестиционные продукты, новые классы активов.

При росте международной напряженности, деглобализации, фрагментации мировой торговли, декаплинге происходит выбор экономических агентов в пользу стабильности, надежности и безопасности, готовность рисковать снижается, дифференциал экономической динамики сглаживается. Глобальные дисбалансы сокращаются.

Глобальные дисбалансы — это устойчивые накопления дефицитов и профицитов счета текущих операций платежного баланса странами или группами стран, зеркально отражающиеся в накоплении дефицитов и профицитов капитального счета платежного баланса. Глобальные дисбалансы во многом обусловлены внутренними макроэкономическими дисбалансами, имеющими, как правило, фискальную природу.

Доля в мировом ВВП коррелирует с долей в международной торговле в той мере, в какой драйвером экономического роста страны является чистый экспорт. Это как раз случай высокого дифференциала экономической динамики: низкие издержки, особенно на заработную плату или извлекаемое сырье, позволяют выигрывать конкуренцию у более развитых экономик. Если же чистый экспорт уступает роль драйвера внутреннему потребительскому или инвестиционному спросу, что характерно для периода деглобализации, фрагментации мировой экономики, то происходит отрыв динамики ВВП от участия

в международном разделении труда и мировой торговли. Еще больший отрыв в этот период происходит в динамике участия в международных расчетах относительно доли в мировом ВВП.

Что обычно имеют в виду под дедолларизацией? Отказ или по крайней мере резкое сокращение сферы применения доллара в международных расчетах, резервах и инвестировании и использование национальных валют, иных резервных валют, криптовалют и иных суррогатов, как альтернативы доллару. В конечном счете — выполнение этими альтернативными резервными валютами функций средств международных расчетов, платежей, накопления, меры стоимости на глобальных рынках. Либо по крайней мере выполнение этих функций при торговле и расчетах третьих стран между собой.

Однако внутри «матрешки» дедолларизации находится ее меньшая сестра: отказ держателей государственного долга США от его рефинансирования, долговой коллапс, дефолт суверенного долга. Зачастую именно этот частный случай в обсуждении подменяет общий. Он, в свою очередь, также делится на две составляющие — экзогенную и эндогенную.

Экзогенная составляющая — отказ внешних суверенных инвесторов от рефинансирования американского государственного долга прежде всего по внешнеполитическим и геостратегическим основаниям. Значим ли, существенен ли такого рода отказ с точки зрения актуализации риска суверенного дефолта? Это, по крайней мере, не очевидно.

Эндогенная составляющая — отказ частных держателей от рефинансирования американского государственного долга по причинам сугубо экономи-

ческим — оценка риска суверенного дефолта как неприемлемого, что по сути означает отказ в доверии финансово-экономической политике американских властей, прежде всего ее фискальной составляющей. Ключевой вопрос здесь — сводимость или несводимость фискального баланса.

В данной работе мы рассмотрим, насколько обоснованы опасения относительно актуализации указанных рисков со стороны глобальных дисбалансов, геополитической напряженности, эскалации фискального дисбаланса. Прежде всего мы проанализируем фактическую динамику востребованности валют в международных расчетах и резервах.

Настоящая работа подготовлена по материалам исследования «Перспективы развития экономики США в условиях макроэкономических дисбалансов и последствия для мировой экономики, в том числе для экономики РФ», выполненного автором совместно с группой исследователей Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Института Гайдара) и Российской экономической школы (РЭШ).

1. Динамика и проблематика развития международной валютной системы в XXI веке

В XXI век современная мировая валютная система вошла как система, основанная на использовании доллара США и еще нескольких резервных валют, эмитируемых центральными банками развитых стран, включая евро, фунт стерлингов, японскую иену, швейцарский франк (рис. 1).

В 2000 г. в мировых валютных резервах доля доллара США составляла 71%, доля евро – 18%, японской иены – 6%, британского фунта – 2,7%, остальных валют – 2,3% (рис. 2). На протяжении первого десяти-

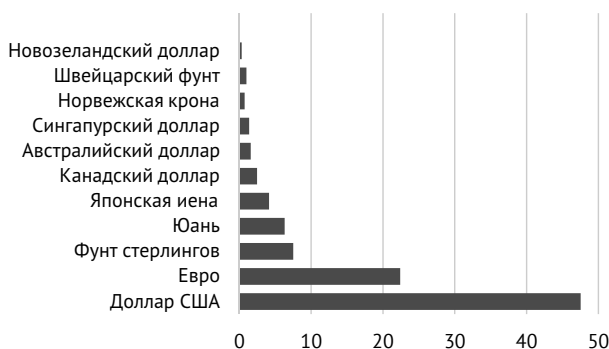


Рис. 1. Доли основных валют в глобальных платежах, декабрь 2023 г.

Источник: SWIFT Stat 2023.

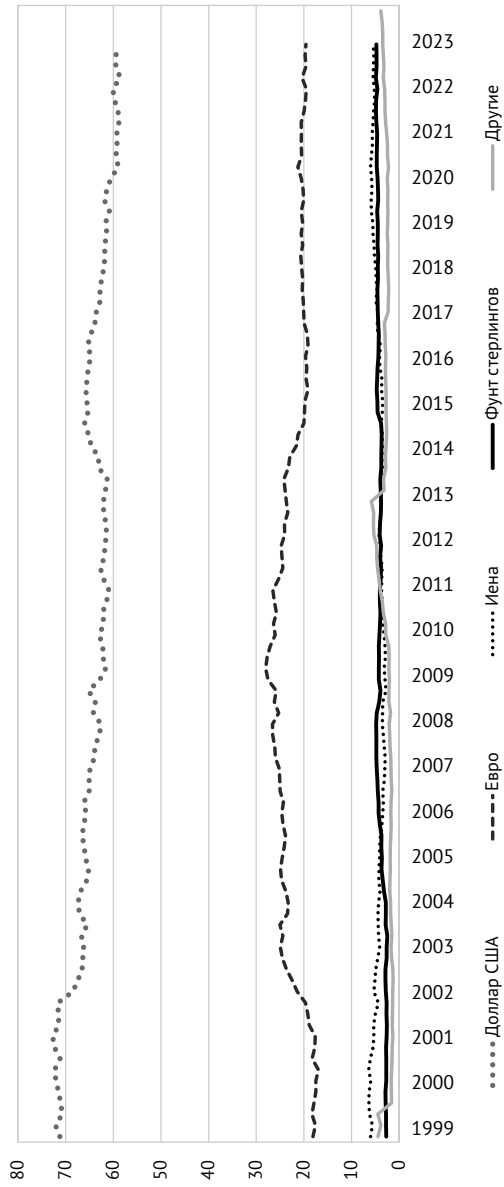


Рис. 2. Динамика доли валют в международных резервах в I квартале соответствующего года, %
 Источник: COFER, МВФ.

летия 2000-х годов доля доллара в международных резервах постепенно снижалась (до 62% к 2010 г.). На этом уровне она оставалась до конца 2014 г. Доля евро, напротив, в этот период плавно повышалась и достигла пиковых значений к 2008 г. (28%), затем она стала постепенно сокращаться, опустившись до 20% в 2014 г. На этом же примерно уровне она и остается по настоящее время. В 2014–2015 гг. доля доллара снова повысилась до 66% на фоне ожиданий инвесторов относительно нормализации монетарной политики ФРС США, сжатия ее баланса и роста доходности долгосрочных казначейских облигаций США. В 2016–2020 гг. доля доллара в структуре международных резервов продолжила снижаться до 59%, затем она стабилизировалась на этом уровне и к началу 2024 г. составила 59,2%. Доля японской иены снизилась практически вдвое в первое десятилетие века, а затем вернула утраченные позиции (5,4% к 2024 г.). Доля британского фунта стерлингов существенно выросла, достигнув 4,7% к 2024 г.

Важной новеллой стало то, что после мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., увеличились доли валют ряда других стран в международных резервах. Их абсолютный объем вырос в этот период в 40 раз – с 30 млрд долл. в 1999 г. до 1,2 трлн долл. в начале 2024 г. (с 2 до 11% общего объема мировых валютных резервов). При этом китайский юань не был не только уникальным, но и наиболее динамичным из них, хотя его доля и достигла к 2024 г. 2,6% мировых валютных резервов. Доля канадского доллара выросла до 2,4%, австралийского доллара – до 2,1%, южнокорейской воны – до 0,9%, шведской кроны – до 0,7%. Доля канадского и австралийского

долларов, например, вполне сопоставима с долей юаня и быстро увеличивается, несмотря на то что экономики этих стран несопоставимы с экономикой Китая по размеру, доля этих стран в мировом ВВП и международной торговле кратно меньше. К тому же они являются «сырьевыми» валютами, что является определенным дополнительным риском для инвесторов в эти активы, что, видимо, компенсируется более низкими страновыми финансовыми, экономическими и политическими рисками и развитым финансовым рынком, а также эффективной доходностью вложений в эти активы.

Значимой предпосылкой повышения доли «новых» резервных валют в международных резервах стала и необходимость диверсификации структуры этих резервов ввиду динамичного роста их общего объема.

Несмотря на отмеченную тенденцию к некоторой диверсификации международных резервов доллар остается не только доминирующей валютой международных резервов, но и ключевой валютой торговых счетов, валютного и кредитного рынков. Доля доллара в международных расчетах значительно превышает долю других валют: в 88% сделок на спотовом, форвардном или своповом рынках один из контрагентов использует доллар в качестве расчетной единицы. При этом его доля в международных расчетах остается стабильной с течением времени, что свидетельствует о его прочном положении в международной финансовой системе. Для сравнения доля евро в международных расчетах снизилась с 38% в 2001 г. до 31% в 2022 г. японской иены – с 24% в 2001 г. до 17% в 2022 г. При этом доля китайского юаня выросла до 7% в 2022 г.

Отметим, что поскольку каждая торговая или финансовая операция состоит из купли и продажи, сумма долей по всем операциям равна 200%. То есть реальная доля доллара в международных расчетах составляет 44%, евро – 15,5%, иены – 8,5%, фунта стерлингов – 6,5%, юаня – 3,5% (рис. 3). При этом доля доллара существенно превышает сумму долей указанных основных его валютных конкурентов.

В последующий период позиции доллара в международных расчетах лишь укрепились. В мае 2024 г. доля доллара в общем объеме расчетов через систему SWIFT повысилась до 47,9%, доля евро – до 22,8%, доля фунта стерлингов осталась стабильной – 6,9%, практически стабильной осталась и доля юаня – 4%, доля иены снизилась до 3,7%.

Доллар США сохраняет свою доминирующую роль в международных расчетах по целому ряду причин. Прежде всего это глубина и емкость фондового,

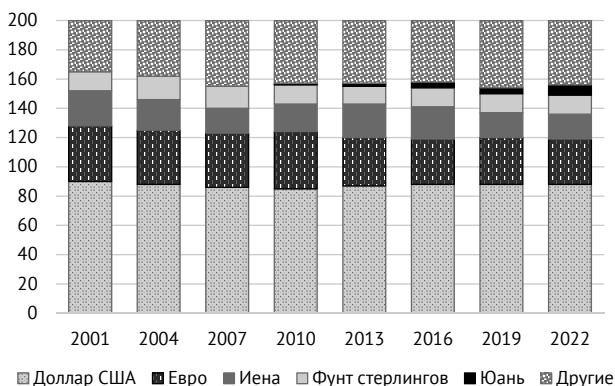


Рис. 3. Структура оборота иностранной валюты в международных операциях, %

Источник: Банк Международных расчетов, Triennial Central Bank Survey.

финансового и денежного рынков США, их высокая ликвидность в сочетании с низкими инвестиционными рисками вложений в них, что создает устойчивую динамику спроса на них.

Кроме того, осуществлять сделки в той валюте, которая максимально используется экономическими агентами, выгодно. Чем больше сделок заключается в какой-либо валюте, тем ниже транзакционные издержки осуществления таких сделок. Большое значение имеют и высокое качество регулирования финансовых рынков США, хорошая кредитная история, надежный правовой фундамент.

Мировой спрос на низкорисковые финансовые инструменты, прежде всего казначейские облигации США, определяет востребованность доллара как защитного актива, особенно в периоды экономических и финансовых кризисов, роста международной политической напряженности, геостратегической нестабильности, риски которых значительно возросли в XXI веке.

В последние годы усилились тенденции деглобализации мировой экономики, существенно замедляется рост международной торговли, усиливается торговый протекционизм, зачастую переходящий в стадию торговых войн, на фоне эскалации геополитической напряженности переформируются цепочки поставок и платежей. В этом контексте многими ставится вопрос о возможности принципиальной реструктуризации и дефрагментации мировой валютной системы, в том числе и на основе поиска альтернативы доллару США.

Долговой кризис 2010-х годов в странах еврозоны наряду с их устойчиво ослабленной фискальной дисциплиной значительно пошатнул позицию евро

как конкурента доллару, государственные облигации стран еврозоны не обладают столь высоким кредитным рейтингом, как казначейские облигации США. Возможности китайского юаня занять роль одной из ключевых резервных валют весьма ограничены, принимая во внимание, что степень независимости Народного банка Китая существенно ниже, чем независимость регуляторов развитых стран — эмитентов резервных валют; режим валютного курса в Китае не является гибким; кроме того, трансграничные потоки капитала существенным образом ограничены, что коренным образом отличает юань от всех международных резервных валют. Помимо этого, финансовый рынок Китая, как и рынки других развивающихся стран, не способен абсорбировать существенные объемы финансового капитала и предложить надежные инструменты сбережений, в отличие от рынков развитых стран.

Альтернативой базирующейся на долларе мировой валютной системе теоретически могло бы стать создание коллективных валютных единиц в рамках региональных валютных союзов (в рамках, например, БРИКС или МЕРКОСУР). Однако поскольку синтетическая валюта таких союзов лишена преимущества «домашней базы», т.е. наличия страны-эмитента, обеспечивающего устойчивость валюты, а также по причине огромных и практически неустраняемых различий в инфляции, инвестиционных рисков, механизмов регулирования финансовых рынков входящих в эти союзы стран, такая альтернатива представляется иллюзорной.

Учитывая отмеченные выше риски развития мировой экономики, в последние годы в структуре международных резервов растет доля золота (*рис. 4*).

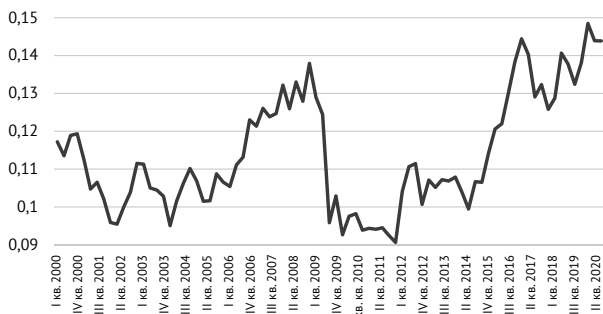


Рис. 4. Динамика доли золота в резервах мировых ЦБ в 2000–2020 гг., %

Источник: Всемирный совет по золоту.

В 2022 г. объем нетто-покупок золота центральными банками достиг максимального значения с 2000 г. (рис. 5). Золото является активом, способным хеджировать экономические и геополитические риски. Доходность золота слабо коррелирует с доходностью финансовых инструментов, что делает его уникальным защитным активом. Золото позволяет сгладить потери в случае реализации экономических рисков, когда большинство других активов значительно теряет в стоимости. Именно поэтому спрос на золото для аккумуляции резервов растет в кризисные периоды. В этом смысле оно является аналогом и некоторой альтернативой доллару.

Но это касается исключительно резервирования. Поскольку обслуживание платежей и расчетов в золоте практически неосуществимо, это противоречие между возможностью золота исполнять в какой-то мере роль средства накопления и невозможностью исполнять роль средства платежа делает такую альтернативу весьма ограниченной, что становится особенно видно на фоне введения санкционных ре-

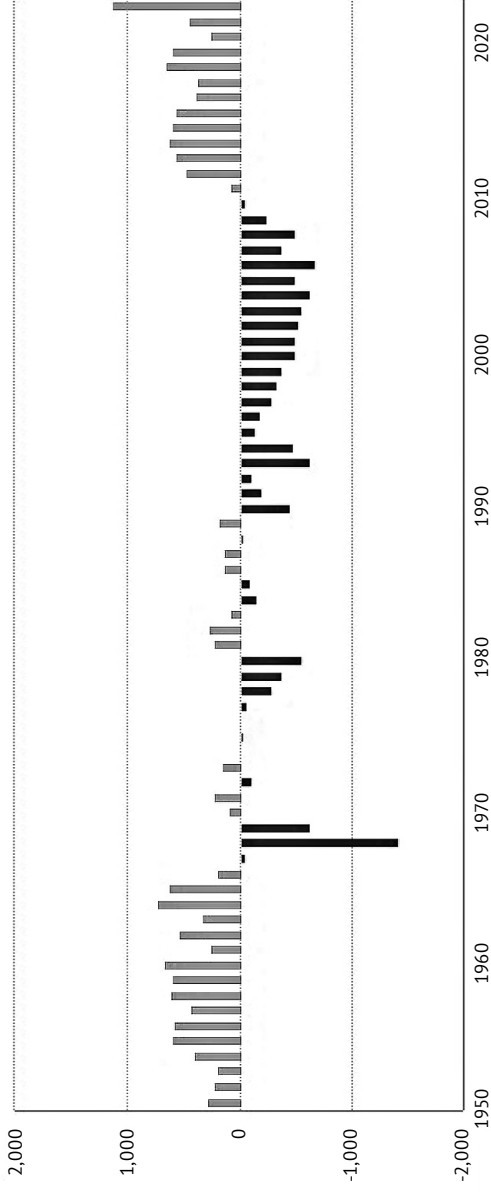


Рис. 5. Динамика объемов нетто-покупок (положительные значения) и нетто-продаж (отрицательные значения) золота, т

Источник: Всемирный совет по золоту. URL: www.gold.org

жимов, из-за которых практически невозможно использовать золото в межстрановых расчетах.

1.1. Прогнозы и сценарии развития глобальных дисбалансов и роли резервных валют

Активно обсуждаемый риск отказа международных инвесторов от доллара из-за опасений потенциальных финансовых санкций невелик, так как более 75% обращающихся на мировом рынке активов США приобретены странами-партнерами.

Кроме того, в перспективе важнейшим фактором, определяющим значимость валюты в качестве резервной, будут объемы финансовых операций, а не объемы международной торговли (в силу существенно более высокой динамики первых), что дополнительно свидетельствует о сомнительных перспективах китайского юаня.

В последние годы существенно изменилась структура держателей казначейских облигаций США. Так, величина иностранных активов Китая, представленных государственными облигациями США, в период 2018–2023 гг. сократилась на 30% с 1168 млрд долл. США до 816 млрд¹. При этом за аналогичный период странами – лидерами по наращиванию покупок государственного долга США стали Великобритания (рост на 435,9 млрд долл. до 679,2 млрд т.е. в 2,8 раза), Канада (рост на 250 млрд долл. до 336 млрд т.е. в 4 раза), Бельгия (рост на 190 млрд долл. до 314 млрд т.е. в 2,5 раза),

¹ По данным отчета Народного банка Китая, в 2018 г. доля доллара США в международных резервах Китая составляла 57%. State Administration of Foreign Exchange, 2022. Report, page 66. В последующие годы данные по этому показателю не публиковались.

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru