

**Д.И. Кондратов**

**Современная мировая валютная система и перспективы ее  
развития**

Москва  
Институт экономики  
2018

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 доллара 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 своей национальной денежной единицы в мировой финансовой системе. Одним из последствий этого стала, в частности, происходившая в последние годы 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 счета текущих операций 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. Экономические кризисы, спровоцированные нестабильностью финансовой системы США, еще больше обострили проблемы долларового господства и поставили 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 в данном докладе.

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

Современный этап развития мировой экономики характеризуется заметным повышением нестабильности мировой валютной системы. Она (мировая валютная система) базируется на функциональных формах мировых денег<sup>1</sup>.

Это проявляется, прежде всего, в возросшей волатильности обменных курсов, и ослаблении позиций ключевой мировой валюты – доллара США, который с 2003 г. по 2016 г. подешевел на 2,1% по отношению к европейской валюте и на 3,0% – к корзине валют стран – основных торговых партнеров США (Рисунок 1).

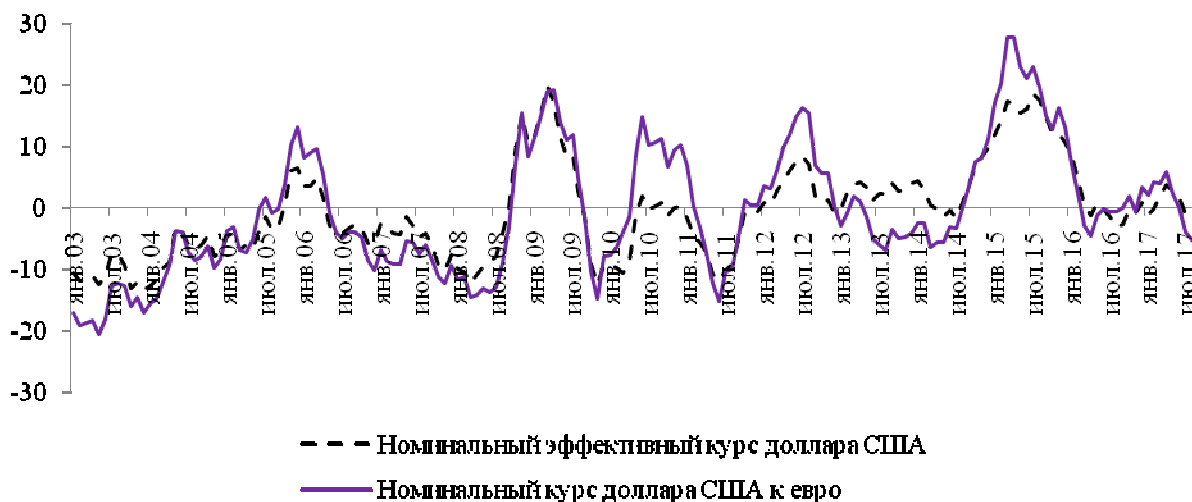
Усиление нестабильности мировой валютной системы стало результатом накопления в мировом хозяйстве значительных торговых и инвестиционных дисбалансов, связанных главным образом с бюджетной политикой США – крупнейшего участника глобальных рынков товаров и капитала. Быстрый рост частного потребления в США в последние годы привел к формированию огромного дефицита американского торгового баланса, размер которого за 2003-2014 гг., по данным Организации

---

<sup>1</sup> Мировыми называются деньги, которые выполняя функции интернациональной меры стоимости, международного платежного и резервного средства, обслуживают международные отношения (экономические, политические, культурные). См. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. – 3-е изд., перераб., и доп. – М.: Финансы и статистика, 2005. – С.27.

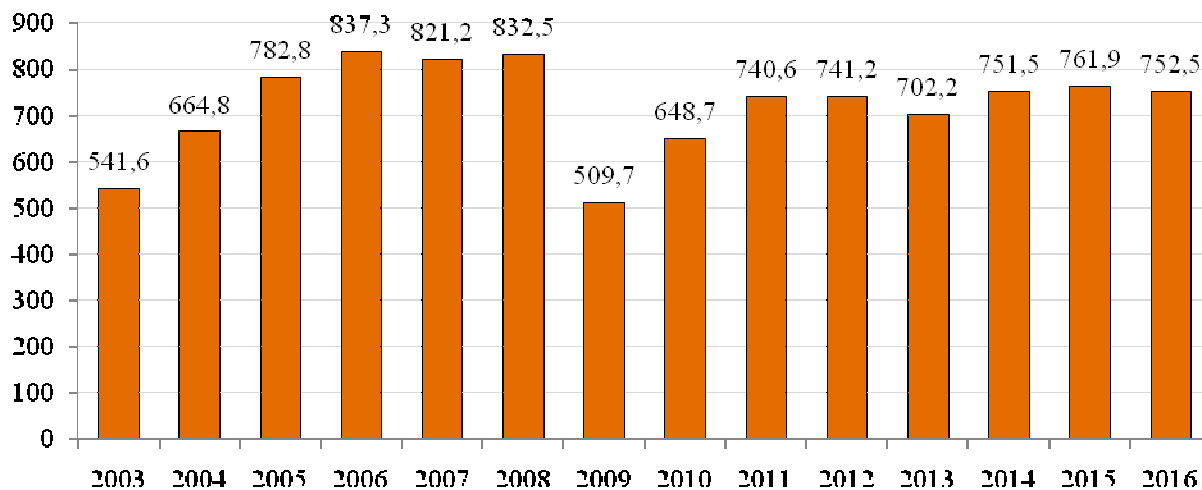
экономического сотрудничества и развития, увеличился в 1,4 раза с 541,6 млрд долл. до 752,5 млрд долл. (Рисунок 2).

**Рисунок 1. Изменение номинального курса доллара США к евро и эффективного валютного курса доллара США, 2003-2017, % г/г**



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития

**Рисунок 2. Дефицит торгового баланса США (по методологии платежного баланса), 2003-2016, млрд долл.**



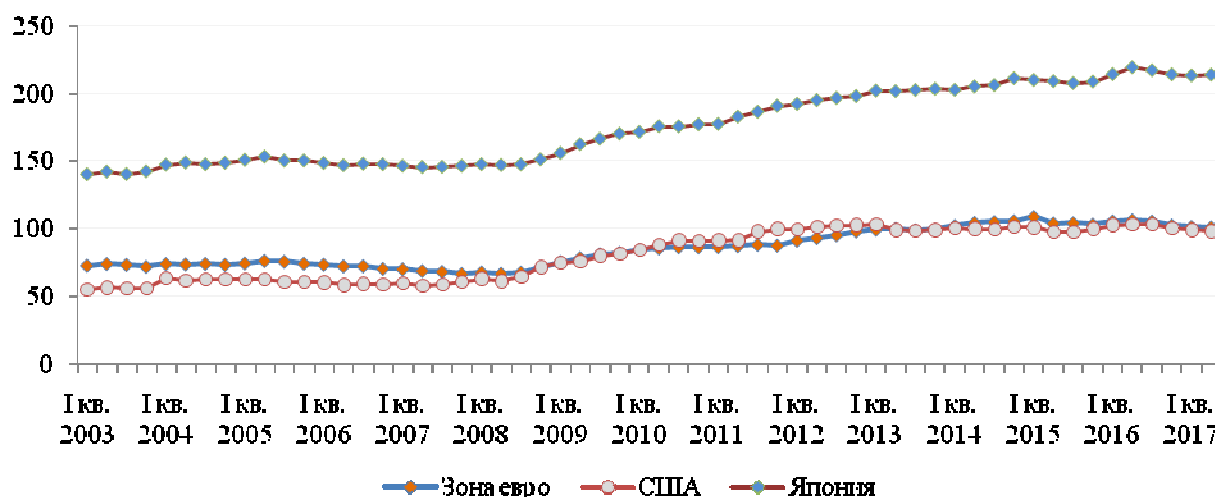
Источник: Организация экономического сотрудничества и развития

Для его покрытия США, пользуясь доминирующим положением своей валюты, активно привлекали иностранный капитал, став тем самым основным мировым импортером не только товаров и услуг, но и финансовых активов. Однако появление в начале 1999 г. единой европейской валюты сначала в безналичном обороте, а с 2002 г. в наличном обороте стран –

членов зоны евро и разгоревшийся в США в 2007 г. ипотечный кризис, поставивший под сомнение качество американских долговых инструментов, подтолкнули зарубежных инвесторов к заметному сокращению долларовых вложений. Это, в свою очередь, способствовало снижению спроса на доллар и ускорению темпов его обесценения вплоть до середины 2008 г.

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

Рисунок 3. Государственный долг США, зоны евро и Японии, 2003-2017, % к ВВП



Источник: Банк международных расчетов

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

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

При этом благодаря грамотному управлению процентные выплаты по долгу многие годы остаются на одном уровне, даже несмотря на абсолютный рост заимствований. Устойчивости долговой пирамиды способствует и структура кредиторов, в которой преобладают резиденты США, а также зарубежные центральные банки и суверенные инвестиционные фонды, как правило, малочувствительные к текущим колебаниям курсов валют.

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

Нет сомнения, что монетарные власти США приложат все усилия для предотвращения серьезного ухудшения международных позиций доллара, вплоть до применения военной силы и организации так называемых «управляемых кризисов», не создающих системных рисков для мировой экономикой, но существенно ослабляющих их региональных конкурентов (одним из таких кризисов стали войны на Ближнем Востоке и Украине)<sup>2</sup>.

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

## **2. История развития мировой валютно-финансовой системы**

Мировая валютная система в своем развитии прошла несколько последовательных этапов. Каждый из них характеризовался рядом отличительных особенностей и, в первую очередь, преобладавшей на

---

<sup>2</sup> Как справедливо отмечает академик С.Ю. Глазьев, «доля США на мировом рынке постоянно снижается, что подрывает экономическую основу их глобального доминирования. Последнее сегодня держится, в основном, на монопольном положении доллара в глобальной валютно-финансовой системе. На его долю приходится около 2/3 мирового денежного оборота. Размывание экономического фундамента глобального доминирования США пытаются компенсировать усилением военно-политического давления на конкурентов. При помощи глобальной сети военных баз, информационного мониторинга, электронной разведки, структур НАТО и т.д. американцы пытаются удерживать контроль над всем миром, пресекая попытки отдельных стран вырваться из долларовой зависимости. Однако делать это им становится всё сложнее – осуществлению необходимых для удержания лидерства структурных изменений мешает инерция связанных в устаревших основных фондах инвестиций, а также гигантские финансовые пирамиды частных и государственных обязательств. Для сбрасывания такого быстро нарастающего бремени и сохранения монопольного положения в мировой валютно-финансовой системе, США объективно заинтересованы в списании своих обязательств, лучшим способом для которого всегда

протяжении 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, а также национальные валюты ряда ведущих западных стран.

**Таблица 1. Экономические функции резервных валют**

<b>Функция</b>	<b>Частный сектор</b>	<b>Государственный сектор</b>
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 автором по данным центральных банков*

Такие валюты получили название резервных, поскольку главным образом именно в них государства хранят свои валютные накопления. Помимо этого, резервные валюты широко применяются для установления стоимости и оплаты внешнеторговых контрактов, в них номинируется основная масса мировых финансовых активов, они выступают инструментом валютных интервенций и денежно-кредитной политики многих стран (Таблица 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 возвышения 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

---

являлась мировая война». См. Глазьев С. Последняя мировая война. США начинают и проигрывают. («Коллекция Изборского клуба»). – М.: Книжный мир, 2016. С. 87.



меры экономического и политического характера, в том числе активное кредитование иностранных государств и компаний с целью формирования за рубежом валюты стран – 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 относятся, прежде всего, возможность покрытия дефицита счета текущих операций 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 их двигаться в фарватере ее международной политики. Этим преимуществом сегодня, в частности, активно пользуются США, для которых доминирование доллара США на глобальном рынке является не менее, если не более значимым фактором отстаивания своих геополитических и экономических интересов, чем накопленный военный потенциал.

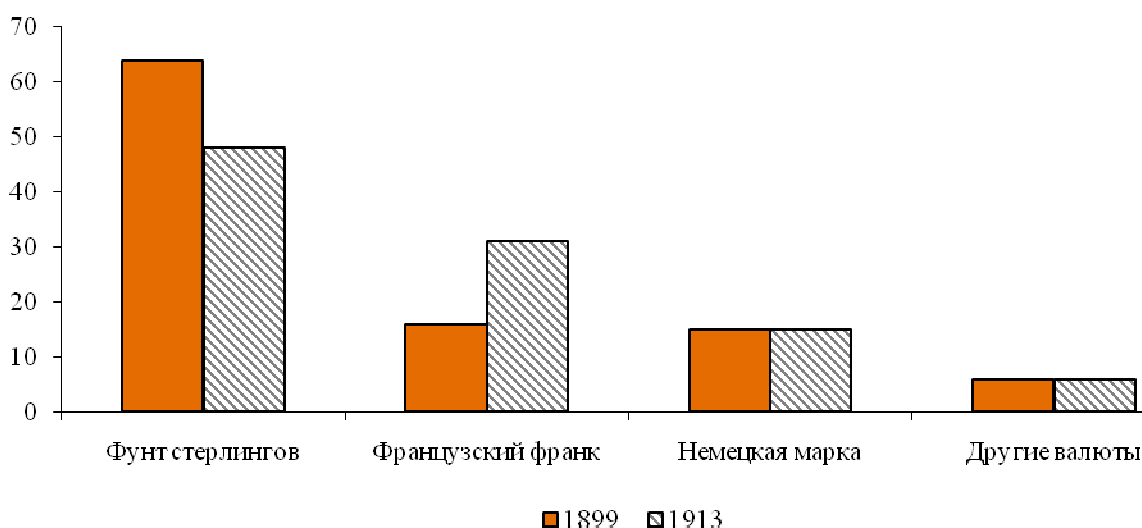
### **3. Становление доллара США как ведущей мировой валюты**

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 (Рисунок 4).

**Рисунок 4. Доля национальных валют в официальных валютных резервах, 1899 г. и 1913 г., %**



*Источник: составлено по данным Национального бюро экономических исследований США*

Доминирующее положение Британской империи в валютной сфере в конце XIX – начале XX века определялось, в первую очередь, центральным значением, которое Лондон занимал в этот период в международной

торговле, операциях с золотом и капиталами. Лидерство фунта не поколебало даже то обстоятельство, что уже в 1880-е годы США опередили Великобританию по размеру ВВП. Надежность английской валюты, чье золотое содержание оставалось неизменным в течение ста лет (с 1815 г. 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 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»), разразившимся в США в начале 1930-х годов и повлекшим за собой

значительную девальвацию доллара, а также отмену его обмена на золото для частного сектора.

Новый этап восхождения доллара связан с принятием в 1944 г. на валютно-финансовой конференции ООН в г. Бреттон-Вудсе (США) Статей Соглашения (Устава) МВФ, определивших структуру послевоенной мировой валютной системы. В качестве официальных резервных активов Соглашением установились золото, доллар и фунт стерлингов, при этом роль главной резервной валюты была отведена доллару. С целью утверждения этого статуса США обязывались производить обмен доллара на золото по фиксированной цене 35 долл. за тройскую унцию для иностранных центральных банков. В свою очередь другие государства – участники Соглашения должны были устанавливать фиксированные курсы своих валют к доллару и поддерживать их с помощью интервенций к американской валюте.

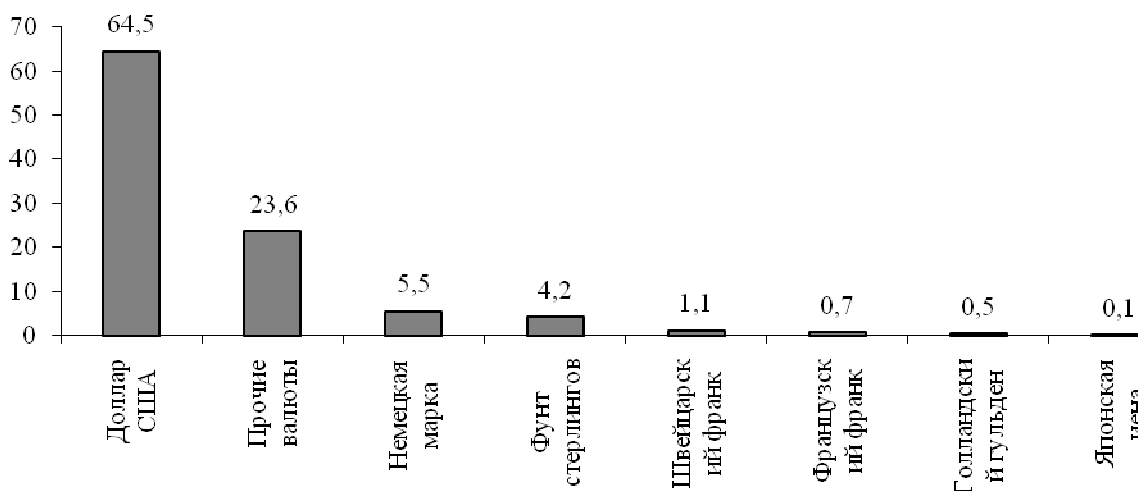
Принятая в Бреттон-Вудсе американско-центрическая конфигурация мировой валютной системы отражала ситуацию в глобальном хозяйстве, сложившуюся после Второй мировой войны. США стали безусловным лидером среди западных стран, намного опережая их по экономическим показателям. Доля США в мировом ВВП в 1950 г. составляла 29% (для сравнения, доля Великобритании – только 6%), мировом экспорте – 42,4%. США сосредоточили почти 75% золотых запасов капиталистических стран. В то же время западноевропейские страны и Япония, серьезно пострадавшие в ходе войны, оказались в тяжелом финансово-экономическом положении и не могли конкурировать с США. Большинство государств, включая Великобританию, в условиях острого дефицита платежного баланса и истощения золотовалютных резервов были вынуждены ввести ограничения на конвертируемость своих валют, что существенно сократило возможность их использования на мировой арене. В этой связи утверждение фунта наряду с долларом в качестве резервной валюты стало в большей степени данью

традиции и уважения к Великобритании как стране-победительнице, а не отражением ее реальных экономических возможностей.

Статус основного резервного актива, огромный экономический потенциал и активная внешняя финансовая политика США при практически полном отсутствии конкуренции со стороны других государств создали возможность для быстрой международной экспансии доллара. В 50-70-х годах прошлого века доллар стал важнейшей валютой для частных зарубежных инвестиций, широко применялся в качестве валюты внешнеторговых контрактов и валюты-посредника при обмене низколиквидных валют, занял центральное место на мировых финансовых рынках, в официальных международных расчетах и резервах (Рисунок 5). Фактически именно в эти годы США заложили прочную базу для доминирования на глобальном рынке в долгосрочной перспективе.

Бреттон-Вудская валютная система достаточно стабильно функционировала до середины 1960-х годов, после чего в ней стали нарастать кризисные явления. Они были вызваны несоответствием структурных принципов системы, принятых в 1944 г., кардинально изменившемуся за двадцать послевоенных лет мировому экономическому ландшафту. Существенно укрепились экономика и финансовый потенциал стран Евросоюза и Японии. Указанные государства, доля которых в глобальном экспорте выросла соответственно с 31,6% и 1,4% в 1950 г. до 41,6% и 4,9% в 1970 г., добились крупного положительного сальдо в торговле с США, что приводило к накоплению у них значительной долларовой массы. Торговые партнеры США пользовались правом обмена долларов на золото в Казначействе США, что постепенно истощало его золотой запас.

**Рисунок 5. Доля доллара и других национальных валют в официальных валютных резервах в 1973 г., %**



*Источник: составлено по данным Национального бюро экономических исследований США*

Весной 1971 г. ситуация достигла критической черты – американский торговый баланс впервые в послевоенный период был сведен с дефицитом, а золотой резерв приблизился к минимально допустимому уровню 10 млрд. долл. В этих условиях в августе 1971 г. США объявили о выходе из Бреттон-Вудских соглашений и отказе поддерживать свободный обмен долларов на золото. Это означало конец Бреттон-Вудской системы, основанной на привилегированном положении доллара как мировой валюты.

В дальнейшем страны перешли на плавающие валютные курсы. Мир вступил в эпоху денежной системы, основанной на «вере в доллар»<sup>3</sup>. Последний по-прежнему оставался мировым лидером<sup>4</sup>. Этот статус доллар

<sup>3</sup> Добровольное признание доминирующих позиций доллара в мировой торговле и платежах впервые было выражено Саудовской Аравией в 1973 г., а затем и всеми странами ОПЕК (1975), когда эти страны приняли на себя обязательство принимать в качестве платы за нефть только американские доллары. Как следствие такой политики повсюду в мире центральные банки начали накапливать огромные долларовые резервы для финансирования торговли. В настоящее время более 60% всех мировых резервов инвалюты номинировано в американских долларах. В свою очередь США, используя преимущества своей валюты, получили возможность печатать деньги без очевидных инфляционных последствий для экономики. Американцы стали импортировать товаров больше, чем экспортировать, потреблять больше, чем производить, и расходовать денег больше, чем они их зарабатывают.

<sup>4</sup> Установление де юре в соответствии с Ямайскими соглашениями 1976 г. стандарта СДР вместо золотодевизного стандарта и повсеместное распространение плавающих валютных курсов способствовали признанию и поддержанию де факто большинством стран МВФ долларového стандарта в сфере международных валютно-финансовых отношений. Действующая международная валютная система позволяет денежным властям США не брать на себя формальные обязательства по поддержанию курса доллара США на валютных рынках, а

сохранил и в последнее десятилетие – на его долю в этот период приходилось в среднем две трети мировых запасов валютных резервов. При этом главная поддержка доллару исходила (и такое положение сохраняется до сих пор) от стран Азии и некоторых других развивающихся стран, осуществляющих политику накопления в беспрецедентных масштабах долларовых резервов с целью ослабить национальные валюты и повысить конкурентоспособность экспорта, а также сохранить приток капитала из-за рубежа.

#### **4. Введение евро и формирование современной структуры мировой валютной системы**

Реальная возможность прервать длительную гегемонию доллара на глобальных рынках появилась только после введения единой европейской валюты – евро, сначала, с 1999 г. в безналичном обороте, а с 2002 г. – и в наличной форме. Переход на общую валюту стал результатом многолетних интеграционных усилий европейских государств. Первые попытки достичь единства в валютной сфере приходятся еще на 1971 г., когда был принят так называемый «план Вернера», предусматривавший создание единой валюты ЕЭС уже к концу 1970-х годов, однако в силу различных причин оказавшийся несостоятельным. Следующим важным шагом на пути к валютной интеграции стало формирование в 1979 г. Европейской валютной системы (ЕВС) и введение ЭКЮ – 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

---

сосредоточить приоритетное внимание на целях внутренней политики, направленной на регулирование инфляции и поддержание благоприятной экономической конъюнктуры в стране.

центрального банка (ЕЦБ)<sup>5</sup> и замене национальных валют участников Союза на евро. В первые годы обращения евро нередко выражались серьезные сомнения в успехе новой валюты, в частности, эффективности проведения общей монетарной политики для государств с различными экономическими и социальными условиями. По прошествии более пятнадцати лет можно, однако с уверенностью говорить, что пессимистические прогнозы не оправдались, единая валюта состоялась и имеет весьма благоприятные перспективы, в том числе на международной арене.

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро следующие преимущества<sup>6</sup>:

– евро привел к устранению риска валютнообменных операций и снижению транзакционных издержек, связанных с внутрizonальной торговлей;

– евро способствовал ценовой стабильности: за последние пять лет уровень инфляции в зоне евро не превышал 2-4% в год, что является главной целью Европейского центрального банка (ЕЦБ); одновременно с этим стабилизировались и инфляционные ожидания;

– четко сформулированный приоритет в деятельности ЕЦБ – стабильность цен – позволил значительно уменьшить размер премии за риск, который отражается в уровне процентных ставок; в результате плодами

---

<sup>5</sup> ЕЦБ поддерживает тесные двусторонние и многосторонние связи с другими ЦБ и международными финансовыми организациями. Такое сотрудничество помогает европейскому монетарному регулятору следить за развитием экономики и финансов вне зоны евро, облегчает обмен информацией о происходящих событиях и перспективах развития. ЕЦБ организует различные международные встречи и конференции с участием представителей ведущих ЦБ мира, в том числе Банка Японии и Федеральной резервной системы США. ЕЦБ оказывает техническую, экспертную и консультативную помощь по различным аспектам проведения денежно-кредитной политики, осуществления банковского контроля и функционирования платежно-расчетных систем. Банк играет ключевую роль в деятельности ведущих международных организаций, таких как МВФ, «большая семерка» (G8), Форум финансовой стабильности (FSF) и Банк международных расчетов (БМР). ЕЦБ участвует в собраниях Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) как один из членов делегации ЕС. Руководство Банка являются членами некоторых постоянных комитетов БМР, который выступает как «банк центральных банков».

<sup>6</sup> Incidence de l'euro sur les échanges et les flux de capitaux et rôle international de l'euro // Bull. mensuel de la BCE. – Francfort-sur-le-Main, 2008. – Mode of access: [http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs\\_10\\_anni\\_bce](http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce).



стабильности в полной мере пользуются европейские предприятия и домашние хозяйства, поскольку уровень долгосрочных процентных ставок установился на исторически низком уровне, что создает весьма благоприятные условия для финансирования инвестиций и экономического роста в целом;<sup>7</sup>

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

– сегодня евро играет роль второй в мире (после доллара) валюты, обслуживающей международный торговый и финансовый оборот.

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

Одной из важных характеристик деятельности ЕЦБ и Евросистемы в целом является то, что она осуществляется на основе четырех принципов: независимости, транспарентности, ответственности и операционной децентрализации. Принцип независимости ЕЦБ и 19 ЦБ стран зоны евро записан в тексте Маастрихтского договора. Независимость Евросистемы означает, что при осуществлении своей деятельности ЕЦБ и ЦБ стран зоны евро не получают никаких инструкций от органов ЕС и национальных

---

<sup>7</sup> Trichet J.-C. Closing Remarks at the Conference Organised by the European Commission and the Federal Reserve Bank of New York «The Euro and the Dollar: Pillars in Global Finance». N.Y., 17 Apr.

правительств. Институциональная и оперативная независимость Евросистемы предполагает прозрачность принимаемых решений, что особенно важно для ЕЦБ, так как от этого зависит доверие к его монетарной политике и соответственно к евро. Ответственность ЕЦБ, зафиксированная в тексте Маастрихтского договора, предполагает регулярное заслушивание доклада управляющего ЕЦБ Европарламентом, его неформальные встречи с Еврогруппой министров финансов стран зоны евро, а также публикацию отчетов об эволюции экономической конъюнктуры и макроэкономических прогнозов. После принятия важнейших решений президент и вице-президент ЕЦБ обязательно организуют пресс-конференции, на которых детально комментируют принятые решения, что является уникальной практикой для ЦБ. Вместе с тем ЕЦБ не публикует протоколы своих заседаний.

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

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

За время своего существования, подчеркивает К. Нуайе<sup>8</sup>, евро удовлетворил все возлагавшиеся на него ожидания, избавив зону евро от инфляции, валютных рисков, чрезмерных колебаний на финансовых рынках и превратившись «в краеугольный камень европейского строительства».

---

2007. – Mode of access: <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html>.

Однако создание единой валюты не является самоцелью, так что вступление в зону евро новых стран – членов ЕС должно осуществляться постепенно и последовательно в соответствии с устойчивым соблюдением ими критериев конвергенции. Сегодня для этих стран вопрос заключается не в том, вступать ли им в зону евро, а в том, когда это станет возможным. Ответ один: тогда, когда они обеспечат точное и долгосрочное соблюдение критериев конвергенции. В 2016 г. новые страны – члены ЕС добились наиболее высоких темпов экономического роста, чем в зоне евро, что помогает им решать двойную задачу: обеспечивать стабильность и продолжать процесс преодоления отставания в уровне развития от старых членов ЕС.

Проблемы, с которыми сталкиваются центральные банки стран Центральной и Восточной Европы, в определенной степени схожи с трудностями, стоявшими перед ЕЦБ на раннем этапе его деятельности как нового центрального банка валютной зоны, решавшего задачи выбора эффективной политики и укрепления доверия<sup>9</sup>.

Основу его стратегии составляет решение задачи обеспечения стабильности цен в среднесрочном плане. Важным элементом этой стратегии является определение ценовой стабильности в зоне евро как годовое увеличение гармонизированного индекса потребительских цен (Harmonized Index of Consumer Prices), не превышающее 2%. Этот четкий ориентир обеспечивает прозрачность и ответственность в условиях отсутствия данных за прошедший период. В основе такой стратегии лежит анализ, опирающийся на двойной подход: экономический анализ, сосредоточенный в основном на оценке текущих макроэкономических и финансовых явлений и их вероятного воздействия на ценовую стабильность, и монетарный анализ, учитывающий четкую связь между ценами и денежными средствами в зоне евро в средне- и

---

<sup>8</sup> Noyer Chr. La stabilité financière en Europe et dans le monde. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/institut/2010/copenhagen.pdf>.

<sup>9</sup> Issing O. Introduction to the Policy Panel: EU Enlargement and Monetary Integration // European Central Bank: The New EU Member States Convergence a. Stability. – Frankfurt.a.M.: ECB, 2005. – 227 p.

долгосрочном плане<sup>10</sup>.

Однако все это не означает, что стратегия ЕЦБ должна служить моделью для новых стран-членов в переходный период. Стратегия ЕЦБ учитывает специфические черты, которые характерны для зоны евро, но отсутствуют в этих странах в данный момент. Выбор стратегии в период перехода к единой валюте должен основываться на специфических условиях каждой страны. Поскольку в условиях структурных изменений в финансовой системе нельзя ожидать стабильности от денежных агрегатов, этим странам не следует придавать решающее значение тому или иному конкретному показателю денежной массы. Кроме того, эти внутренние показатели, по всей видимости, будут менее стабильны в небольших открытых экономиках по сравнению с крупной и относительно более закрытой зоной евро. Ряд стран выбрали в качестве стратегии таргетирование инфляции, что, несмотря на некоторые недостатки, в том числе неопределенность самого прогнозирования, в данных обстоятельствах может быть оптимальным выбором. Таргетирование инфляции, означающее постановку четкой количественной цели, особенно важно при проведении антиинфляционной политики, поскольку закрепляет ожидания и создает понятный язык формулировки решений. Достижение стабильности цен и ее определение, совпадающее с принятым в зоне евро, открывают возможность начать подготовку участников к принятию монетарной политики ЕЦБ. Если этот процесс заканчивается установлением стабильных и фиксированных валютных курсов по отношению к евро, это будет означать фактическое принятие новыми странами-членами стратегии ЕЦБ.

Любая стратегия должна учитывать как необходимое условие принятия евро предварительное участие во втором этапе механизма регулирования валютных курсов (ERM-2) в течение не менее двух лет. Страна, входящая в ERM-2, фиксирует свой валютный курс по отношению к евро при помощи установления центрального валютного курса и предела колебаний в 15%.

---

<sup>10</sup> Там же.

Этому участию также должны предшествовать определенная номинальная конвергенция и структурная перестройка. Эта постепенность вызывается, во-первых, сложностью и возможностью появления ошибок и резких колебаний при установлении курса, во-вторых, необходимостью стабилизации рыночных ожиданий относительно курсов и сроков перехода к единой валюте и, в-третьих, крайней сложностью или даже невозможностью одновременного поддержания стабильности цен и валютных курсов<sup>11</sup>. Вхождение новых стран в зону евро является заключительной фазой процесса валютной интеграции, чей успех зависит от более широкого процесса экономической и финансовой интеграции, которая, согласно теории оптимальной валютной зоны, будет продолжаться и после перехода на единую валюту евро. Достижение маастрихтских критериев служит «знаком успешной и устойчивой конвергенции». При этом решающая роль принадлежит руководящим денежно-кредитным органам, которые должны направлять этот процесс, проводя надежную и пользующуюся доверием политику с целью достижения стабильности цен.

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

Роль евро как международной валюты во многом определяется действием следующих пяти факторов<sup>12</sup>.

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

Доля зоны евро в мировом экспорте товаров и услуг достигла 26,0% против 9,1% у США, 4,0% у Японии и 5,9% у стран – экспортеров нефти (ОПЕК). С 1998 г. (года, предшествовавшего введению евро) показатель открытия экономики зоны евро возрос на 7,8 п.п. за счет быстрого расширения

---

<sup>11</sup> Там же.

торговли с новыми странами – членами ЕС и Китаем. В 2016 г. торговый оборот в рамках зоны евро составлял около половины всего внешнеторгового оборота зоны евро.

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

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

***Евро и международные потоки капиталов.*** Зона евро является открытой и в финансовом отношении: ее международные активы и обязательства составляли в 2016 г. 150% ВВП против 115% у США и 90% у Японии. За период 1999–2016 гг. международные авуары и обязательства зоны евро возросли в целом на 60%, хотя этот рост был в разных странах

---

<sup>12</sup> Bertuch-Savuels A., Ramlgan P. L'euro, monnaie mondiale? // Problèmes écon. – P., 2007. – N 2926. – P. 41–45.

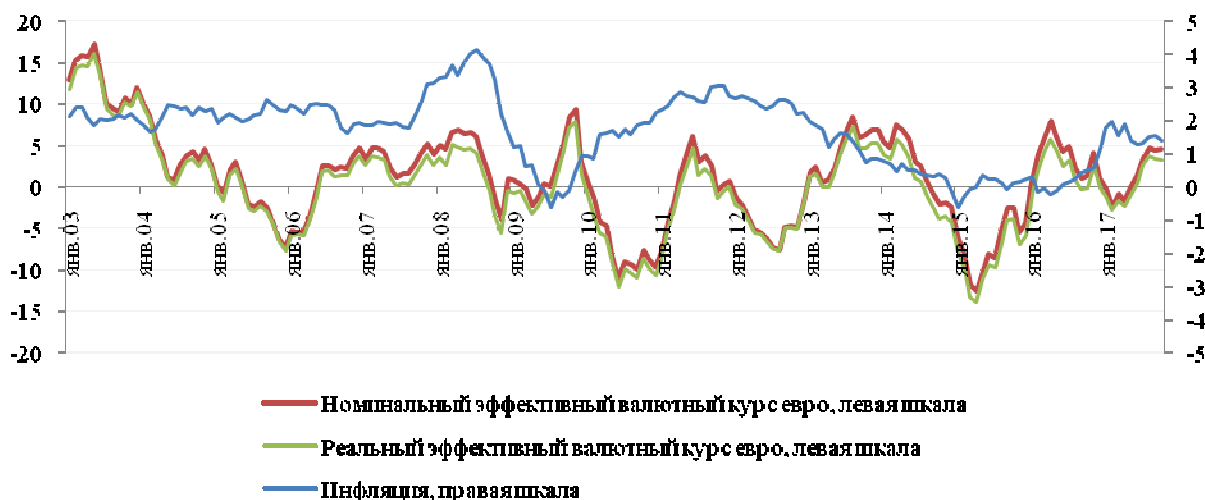
неодинаковым. В 2000–2016 гг. доля стран зоны евро, рассматриваемых как экспортеры и импортеры прямых иностранных инвестиций (ПИИ), в мировом потоке ПИИ составляла 57%.

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

В последние годы деятельность, связанная с ПИИ, принимает форму трансграничных слияний и поглощений, большая доля которых приходится на корпоративные институты Евросоюза и США. Доля слияний и поглощений промышленных компаний в рамках зоны евро в общей численности таких операций зоны евро возросла с 20% в 1993–1998 гг. до 35% в 1999–2016 гг. Операции по слиянию и поглощению в зоне евро осуществляли промышленные компании Норвегии, Канады, Японии и США. Что касается операций по слиянию и поглощению в секторе услуг, то здесь доля операций внутри зоны евро в рассматриваемый период снизилась с 37 до 27%, тогда как доля компаний сферы услуг других стран увеличилась. В 1997–2016 гг. доля трансграничных авуаров в рамках зоны евро, которыми владеют резиденты зоны, увеличилась на 16 п.п. для акций и на 46 пунктов – для облигаций. Все важные регионы мира, в том числе резиденты Великобритании, Дании и Швеции, также увеличили свои портфельные вложения в активы зоны евро.

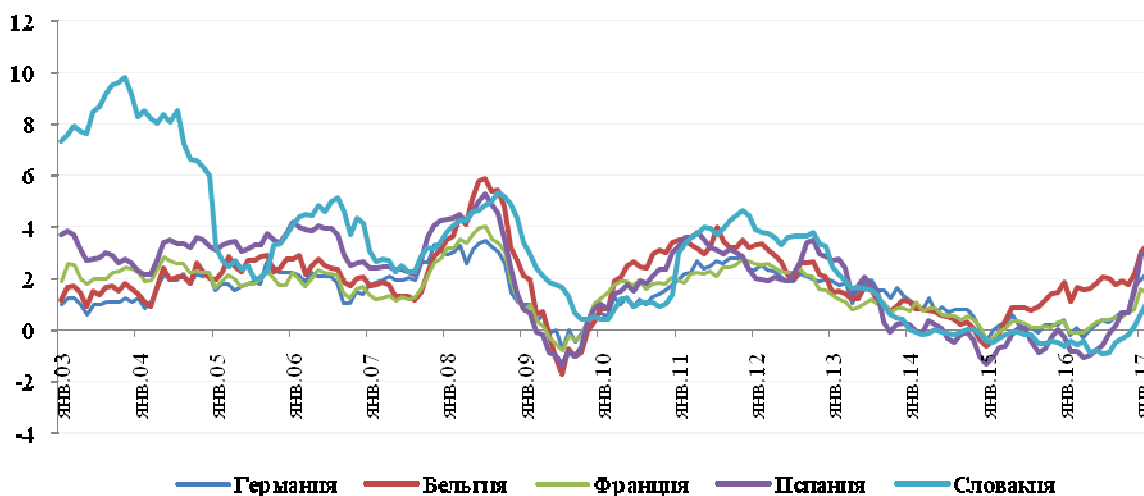
***Стабильность цен и обменного курса.*** Чем выше стабильность цен и валютного курса в стране-эмитенте, тем ниже затраты и риски на финансовых рынках и выше доверие к валюте. ЕЦБ наделен большими полномочиями и обладает независимостью в поддержании стабильности цен. Инфляция и инфляционные ожидания в зоне евро являются низкими и стабильными, а волатильность номинального и реального эффективного валютного курса евро невысока (Рисунок 6).

**Рисунок 6. Динамика инфляции и изменение номинального и реального эффективного валютного курса евро, % г/г**



*Источник: Организация экономического сотрудничества и развития и Банк международных расчетов*

**Рисунок 7. Инфляция в отдельных странах зоны евро, % г/г**



*Источник: Организация экономического сотрудничества и развития*

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику, в 2016 г. наблюдались существенные различия в темпах инфляции - от 1,8% в Бельгии, Испании и Словакии до 0,3-0,4% во Франции и в Германии (Рисунок 7). Расхождения в темпах инфляции неизбежны вследствие сохраняющихся структурных диспропорций и представляют собой один из ключевых механизмов адаптации национальных экономик к различного рода шоковым воздействиям.



В последнее время руководство ЕЦБ<sup>13</sup> связывает усиление инфляционного давления с действием таких факторов, как относительный рост мировых цен на нефть, увеличение денежной массы в обращении и объемов кредитования. К этому добавляется и такой фактор, как усиление требований наемных работников о повышении заработной платы. Недавно М. Драги, управляющий ЕЦБ, призвал социальных партнеров умерить свои требования на переговорах о повышении оплаты труда.

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

Развитие и интеграция финансового рынка, который обеспечивает достаточную ликвидность, уменьшает трансакционные издержки, снижает неопределенность, риски и стоимость хеджирования и приводит к понижению процентных ставок. Он также способствует повышению производительности и темпов экономического роста и укреплению доверия к евро. Финансовые системы стран зоны евро традиционно основывались на банках, и их финансовые рынки были менее развитыми и интегрированными, чем в США.

Однако в последние два десятилетия интеграция европейских финансовых систем ускорилась, особенно с принятием в марте 2000 г. Плана действий в области финансовых услуг, который предполагает устранение законодательных и рыночных барьеров при оказании трансграничных финансовых услуг. Растущая интеграция финансовых рынков в рамках ЕС проявляется в значительном увеличении рынка корпоративных и

---

<sup>13</sup> Одним из факторов усиления инфляционного давления специалисты называют увеличение денежной массы (агрегата М3) и объемов кредитования. С 2010 г. рост денежной массы был связан в основном с восстановлением объема ипотечного кредитования и в меньшей степени с увеличением кредитов, предоставляемых предприятиям. По мнению М. Драги, увеличение М3 и объема кредитов обусловило «обилие ликвидности» в зоне евро, хотя количественно определить «излишек» ликвидности очень трудно.

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

государственных облигаций, в возросшей интеграции фондовых рынков, в уменьшении разрыва в уровнях процентных ставок в странах зоны евро, в формировании общей рыночной инфраструктуры, расширении многообразия финансовых инструментов.

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

**Таблица 2. Основные макроэкономические показатели в зоне евро, США и Японии, 2016 г.**

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

*Источник: Составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития, Евростата, Международного валютного фонда и Банка международных расчетов*

Правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг, не стандартизированы, что затрудняет обмен между ценными бумагами разных стран. Системы клиринга и расчетов по ценным бумагам также различаются

между странами. В результате различаются правила учета и другие требования к ведению операций, что обуславливает высокие издержки по международным сделкам. Различия в налоговых системах и в правилах защиты потребителей сдерживают развитие международных инвестиций. Кроме того, в зоне евро отсутствует единая система банковского надзора, что препятствует оптимизации деятельности международных банков.

## 6. Перспективы единой европейской валюты

Перспективы евро связаны, прежде всего, с огромным экономическим потенциалом стран зоны евро, вполне сопоставимым с параметрами экономики США. Сегодня из 28 стран Евросоюза на единую валюту перешли 19 государств. Их совокупная доля в глобальном ВВП (по ППС в постоянных ценах 2010 г.), по данным Организации экономического сотрудничества и развития, в 2016 г. составляла 12,2% (доля США – 15,6%), в мировом экспорте товаров и услуг – 26,2% (США – 10,9%).<sup>14</sup>

**Таблица 3. Размеры финансового рынка стран зоны евро, Японии и США в 2013 г., трлн. долл. и % к ВВП**

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

*Источник: Составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития, Евростата, Международного валютного фонда и Банка международных расчетов*

<sup>14</sup> Отметим, что по отдельным показателям (уровень инфляции, сальдо бюджета и текущего счета платежного баланса) экономическая ситуация в зоне евро, выглядят даже более сбалансированно, чем в США и Японии (Таблица 2). Относительная благоприятная макроэкономическая ситуация в регионе ЭВС во многом способствует повышению доверия к евро и в определенной мере влияет на динамику его обменного курса по отношению к доллару.

Примерный паритет между странами зоны евро и США сложился и по уровню развития финансового рынка, при этом в зоне евро традиционно более развит банковский сектор, в США – рынок акций (Таблица 3).

Неприсоединившиеся к зоне евро страны ЕС делятся на две группы. Одни, как Великобритания, Дания и Швеция, пока остаются в рядах евроскептиков, не желающих отказываться от собственной валюты. Другая группа, куда входят новые члены ЕС (Болгария, Румыния, Хорватия), еще не соответствуют жестким требованиям к кандидатам на введение единой валюты. Вместе с тем 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.

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 (Таблица 4)<sup>15</sup>. Основная причина этого – осторожная, сдержанная денежно-кредитная политика ЕЦБ, не заинтересованного в чрезмерно быстром наращивании объема евро в международном обороте, способном негативно отразиться на макроэкономической ситуации в зоне евро. Во всех программных документах ЕЦБ подчеркивается, что главной его задачей выступает обеспечение ценовой стабильности в зоне евро, а не ускоренное продвижение евро за рубежом. Осторожность ЕЦБ оправдана – евро является относительно новой валютой, уникальной с точки зрения количества охватываемых ею стран, поэтому постепенность интернационализации необходима для обеспечения долгосрочной устойчивости евро.

Как отмечают многие эксперты, внешняя экспансия евро сегодня носит преимущественно региональный характер. Евро выдвигается на лидирующие

---

<sup>15</sup> Наибольшего прогресса евро добился в области международных финансов и наименьшего – в области международных торговых операций. С географической точки зрения евро играет роль международной валюты в основном в странах, которые имеют региональные и политические связи с зоной евро, включая новые страны – члены ЕС и страны зоны франка. Эти страны составляют около одной трети стран, которые привязывают курс своей национальной валюты к евро или доллару. Остальные две трети привязывают курс своей валюты к доллару.

позиции в первую очередь на валютных и финансовых рынках стран, соседствующих с зоной евро. К ним относятся, в частности, европейские государства (за исключением Великобритании, чья собственная валюта носит статус резервной), а также страны СНГ. В то же время влияние евро в таких крупных регионах с традиционным доминированием доллара, как Юго-Восточная Азия, Ближний Восток, Латинская Америка, по-прежнему в целом остается незначительным, даже несмотря на некоторое увеличение в последнее время инвестиций в евро со стороны центральных банков и суверенных фондов ряда стран названных регионов.

**Таблица 4. Основные показатели, характеризующие роль евро как мировой валюты на конец 2007-2016 гг.**

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

\*-данные за 2010 г.

*Источник: ЕЦБ и Банк международных расчетов*

На будущей роли евро как международной валюты могут сказаться два фактора. Во-первых, то, насколько сильной и быстрой будет корректировка глобальных дисбалансов и в первую очередь между сбережениями, инвестициями и потреблением. Сценарий постепенной корректировки отчасти зависит от желания иностранцев продолжать приобретать активы США. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов и их отказ от активов США могут вызвать резкое падение доллара и привести к резкому расширению использования евро в качестве международной валюты. В то же время более плавная корректировка дисбалансов предотвратит

неожиданное и сильное падение курса доллара и вряд ли существенно скажется на международной роли евро.

По данным Министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США: 56,0% на конец июля 2017 г., а инвесторы из европейских стран занимают второе место (20,1%). На долю стран Латинской Америки приходится 6,3%. В то же время европейские инвесторы являются самыми крупными иностранными держателями акций США (37,7% на конец июля 2017 г.), вслед за ними идут инвесторы из стран Азии (23,6%) и Латинской Америки (3,1%)<sup>16</sup>.

Таким образом, поведение инвесторов из стран Азии и Европы будет играть определяющую роль в сохранении высокого спроса на долларовые активы, который зеркально отражает силу экономики США, глубину и ликвидность американского рынка капитала и разницу в процентных ставках в США и зоне евро. Готовность государственных и частных инвесторов Европы и Азии продолжать держать долларовые активы в случае существенного повышения обменного курса доллара будет иметь важное значение для упорядоченной глобальной корректировки и международной роли евро.

Вторым фактором является быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния зоны евро и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Однако вряд ли расширение международного использования их валют в обозримом будущем будет происходить такими же темпами, как рост их экономики. Поскольку страны Азии владеют существенной долей мировых официальных резервов, их реакция на возможное дальнейшее понижение курса доллара будет иметь большое значение.

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

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

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

Активное использование доллара и евро в международной торговле и финансах, опирающееся на экономическую мощь, широкие мирохозяйственные связи и развитые рынки капитала и ЕС, способствует их накоплению другими государствами в качестве резервных валют. В 2016 г. на доллар и евро (Рисунок 8 и Рисунок 9) приходилось более 80% из 11,67 трлн долл. накопленных во всем мире официальных валютных резервов (за

---

<sup>16</sup> <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>

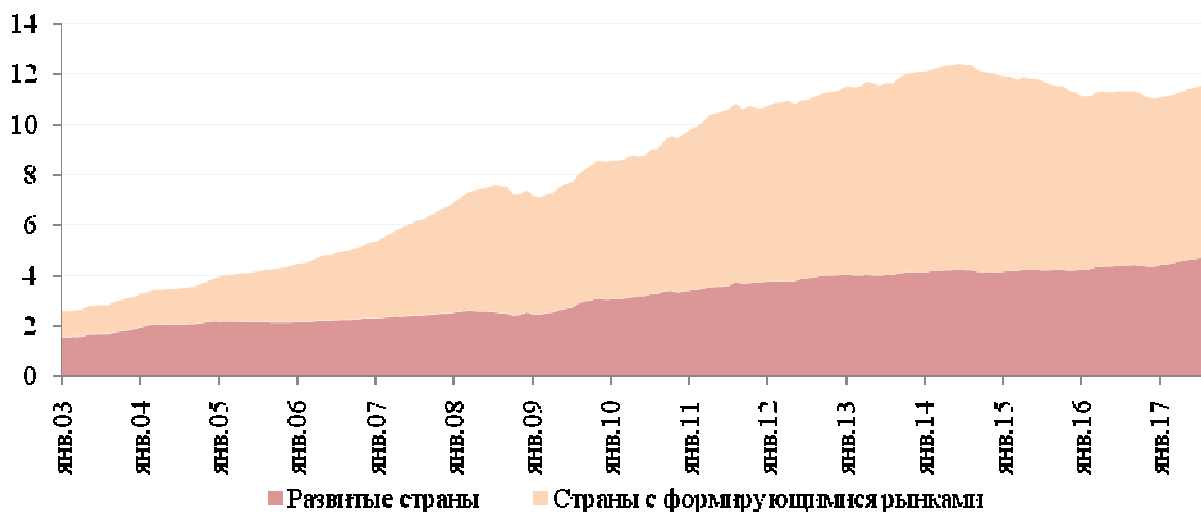
исключением золота). Эти же валюты преобладают в активах суверенных инвестиционных фондов, размер которых в 2016 г. достиг 7,33 трлн. долл.

Основной спрос на доллар и евро в качестве резервных валют формируют развивающиеся страны, аккумулирующие более 75% официальных валютных запасов. Особенно заметным отрыв развивающихся государств от развитых по объему накопленных резервов стал в 2000-е годы. Ключевую роль в этом сыграли быстрый рост экспортной выручки ведущих развивающихся стран и существенное увеличение притока на их рынки иностранного капитала.

Одной из главных причин повышенного спроса развивающихся государств на доллар и евро в качестве резервных валют является их широкое использование для поддержания валютной и через нее ценовой стабильности на внутреннем рынке. Установление центральными банками развивающихся стран номинального якоря денежно-кредитной политики на основе жесткой или мягкой привязки обменного курса национальной валюты к какой-либо из резервных валют или их корзине способствует снижению инфляционных ожиданий и росту инвестиционной активности в экономике. Стабильность курса национальной валюты стимулирует экспорт и приток иностранных капиталовложений в страну, способствует повышению доверия населения и участников рынка к финансовой политике государства.



**Рисунок 8. Мировые международные резервы (за исключением золота), 2003-2017 гг., трлн. долл.**



Источник: Международный валютный фонд

Сегодня таргетирование валютного курса в той или иной мере осуществляет более ста стран. Таким образом, несмотря на провозглашенную тридцать лет назад эпоху свободно плавающих валютных курсов, половина планеты продолжает жить в условиях фиксированных или квазификсированных обменных курсов<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Классификация МВФ содержит десять основных разновидностей валютной политики, различающихся степенью жесткости или гибкости курса (Смирнов С. Режимы валютного курса и стабильность экономики // Вопросы экономики, №1, Январь 2010, С.30-32).

*Жесткая фиксация:*

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

*Гибкая фиксация:*

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

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

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. Ареал влияния доллара охватывает около шестидесяти стран, которые в силу различных макроэкономических предпосылок, прежде всего тесных торгово-экономических и финансовых связей с США, практикуют жесткую или мягкую привязку к доллару курсов своих национальных валют. В их числе есть также небольшие государства, территориально близкие к США или находящиеся под их сильным политическим давлением, которые признали доллар в качестве законного платежного средства и отказались от использования собственных денежных единиц.

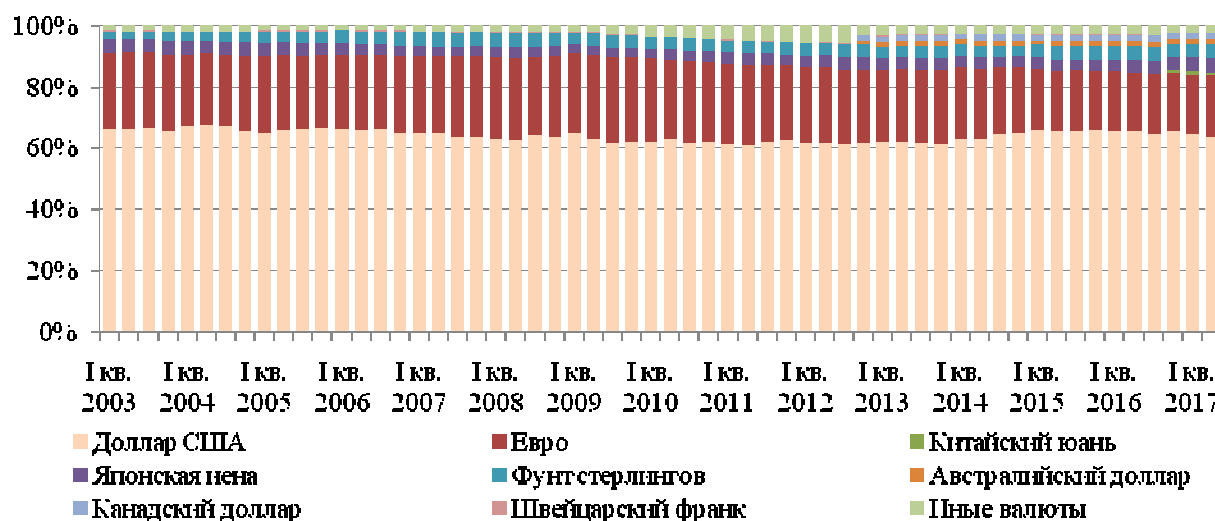
Однако развитие международной финансовой системы за последнее десятилетие изменило влияние доллара на режимы обменного курса. Многие крупные и системно важные развивающиеся страны в Латинской Америке и Азии стали применять более гибкие режимы обменного курса. В ряде случаев этому способствовала независимая монетарной политика, нацеленная на борьбу с инфляцией и поддержанием стабильных темпов экономического роста. В последние несколько лет указанные государства предприняли шаги по сокращению удельного веса американского доллара в своих валютных резервах. Глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. вызвал дальнейшие сдвиги, поскольку отдельные страны (например, Россия) увеличили гибкость своего обменного курса и снизили вес доллара в корзине валют, используемой для его установления.

---

*Плавание:*

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

Рисунок 9. Структура мировых валютных резервов, %



Источник: Международный валютный фонд

В свою очередь, евро используется в качестве национальной денежной единицы или якорной валюты тех государств и территориальных образований, которые, как правило, географически и экономически тесно связаны со странами ЭВС и которые, либо имеют с Евросоюзом различные институциональные соглашения, либо неофициально в одностороннем порядке полностью или частично включили евро в национальные режимы валютного курса.

К числу таких государств относятся, прежде всего, большинство новых членов ЕС, страны Балканского полуострова и зоны французского франка, а также малые европейские государственные образования (Андорра, Монако и др.) и заморские французские территории. В настоящее время среди развитых стран ЕС, не входящих в ЭВС, евро является «валютным якорем» только для Дании, которая практикует режим коллективного валютного регулирования в рамках Европейской валютной системы-II (ЕВС-II), или «Механизма обменных курсов-II» (МОК-II, Exchange Rate Mechanism, ERM-II), заменившего 31 декабря 1998 г. МОК-I (или ЕВС-I). Великобритания и Швеция, хотя и подписали Соглашение о создании МОК-II, тем не менее, участия в этом режиме валютного курса не принимают.

В будущем доллар и евро продолжают играть роль ключевых резервных валют, а также номинального якоря денежно-кредитной политики многих

развивающихся стран. При этом постепенное усиление позиций евро в глобальной экономике будет способствовать увеличению числа государств, использующих его в качестве операционного ориентира финансовой политики и основного резервного актива.

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

Ключевым показателем положения доллара США и единой европейской валюты в мировой финансовой системе являются масштабы использования выраженных в них финансовых активов. В указанной области доллар США и евро длительное время занимают ведущие позиции, которые сформировались за предыдущие десятилетия в результате доминирующей роли США и зоны евро в формировании международных рынков капитала. В то же время на различных сегментах рынка наблюдаются разные пропорции между двумя основными валютами<sup>18</sup>.

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

В широком определении, по методике Банка международных расчетов, к международным долговым ценным бумагам относятся все выпуски долговых обязательств за исключением тех, которые выпущены эмитентами-резидентами для инвесторов-резидентов в национальной валюте<sup>19</sup>.

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

---

<sup>18</sup> Адлер И. Роль американского доллара в современной валютной системе: состояние и перспективы: дис. канд. эконом. наук. Российский университет дружбы народов, Москва, 2011. С.66.

<sup>19</sup> Там же.

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

Главными валютами на рынке ценных бумаг выступают евро и доллар США. На их совокупную долю приходится 82,8% выпусков. С 2004 г. по 2011 г. доля евро в валовом объеме выпуска долговых ценных бумаг увеличивалась с одновременным снижением удельного веса доллара США (Рисунок 10). Однако с 2012 г., с наступлением долгового кризиса в странах зоны евро, доля единой европейской валюты снизилась до 31,9% к концу 2016 г.

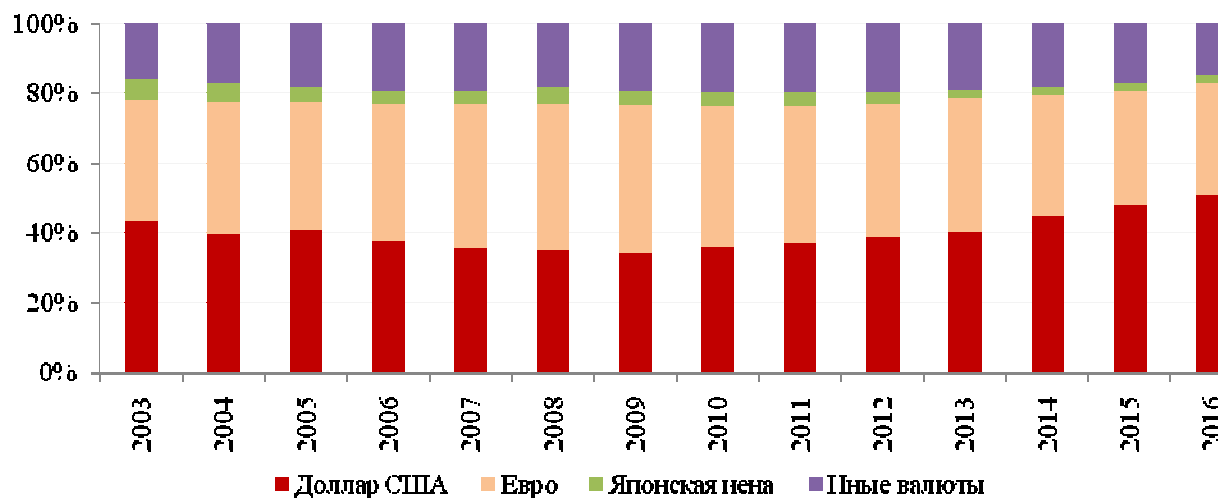
Также снизилась доля японской иены 5,9% в 2003 г. до 2,1% в 2016 г.

Этап бурного роста эмиссионных операций в единой европейской валюте в 2003-2005 гг. на международном рынке долговых обязательств сменился в течение 2005-2016 гг. фазой поиска нового равновесного состояния между долями евро и доллара на различных сегментах этого рынка.

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

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

**Рисунок 10. Структура выпуска международных долговых ценных бумаг (в широком определении), %**



Источник: ЕЦБ

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

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

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

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

У долговых ценных бумаг, номинированных в долларах США эти доли почти равны, что свидетельствует о том, что американская национальная

денежная единица одинаково востребована, как у резидентов США, так и у нерезидентов.

Данные по йене говорят о том, что указанная национальная валюта используется в основном нерезидентами, а японцы эмитируют ограниченное число ценных бумаг, номинированных в йенах на международный финансовый рынок. В целом, доля йены на долговом рынке невелика и не оказывает практически воздействия на мировой рынок долговых ценных бумаг.

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

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

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

С 2003 г. выделяется несколько фаз роста и снижения номинального эффективного курса доллара США. Как видно из Рисунок 11, можно выделить несколько фаз значительного перепада в динамике валютного курса доллара США.

С 2003 г. до середины 2008 г. происходило весьма быстрое и значительное по масштабам внешнее обесценение доллара США, за исключением нескольких кратковременных периодов стабилизации. В соответствии с методикой Международного валютного фонда оценки изменений взаимных курсовых соотношений валют, среднеемесячное значение курса доллара США к иностранным валютам в третьем квартале

2008 г. составило 76,1% к его среднему уровню за I квартал 2003 г., взятому за 100%.

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

Тем не менее, несмотря на ослабление позиций доллара, ФРС США проводила экспансионистскую денежно-кредитную политику. За период с середины 2003 по сентябрь 2008 г. базовая ставка ФРС повышалась 16 раз – с 1,0% до 5,25% годовых в расчете на то, что более высокие процентные ставки на американском рынке привлекут иностранных инвесторов, содействуя тем самым выходу страны из фазы рецессии и сглаживанию проблемы дефицита торгового баланса США.

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

С четвертого квартала 2008 г. по четвертый квартал 2010 г., характеризовалась устойчивой тенденцией к значительному укреплению внешних позиций доллара США к ведущим мировым валютам, и прежде всего по отношению к евро.

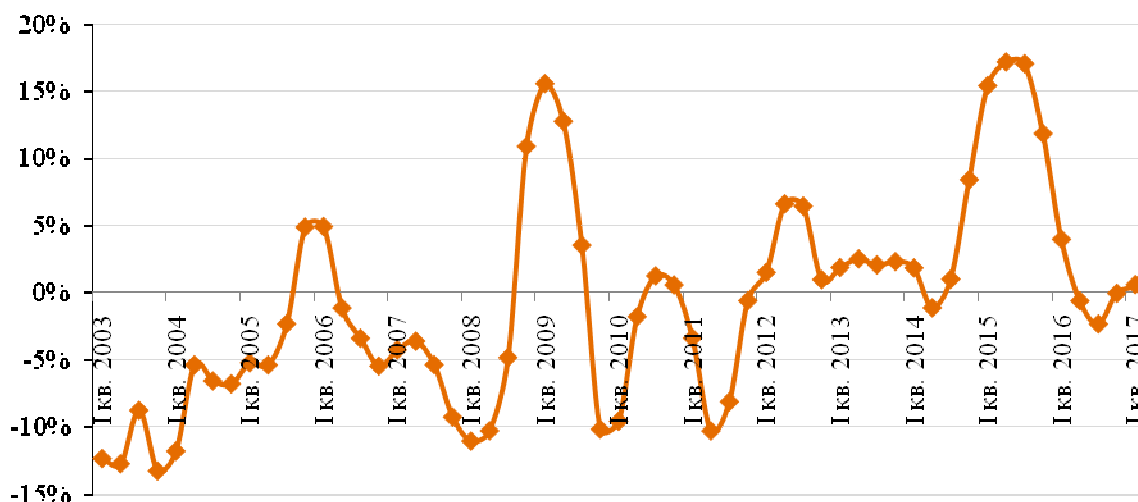
В качестве причин повышения доллара США называют менее глубокий экономический кризис в США, вялое затянувшееся оживление в экономике Германии и всей зоны евро, долговой кризис ряда стран Евросоюза и военный конфликт на Ближнем Востоке. По нашему мнению, на курс



доллара США повлиял еще один важный – нехватка долларовой ликвидности и репатриация капитала в США американскими инвесторами.

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

**Рисунок 11. Номинальный эффективный валютный курс доллара США (на основе удельных издержек на оплату труда), 2003-2017 гг., % г/г**



\* Знак "+" означает укрепление номинального эффективного валютного курса доллара США к иностранным валютам; знак "-" - обесценение номинального эффективного валютного курса доллара США к иностранным валютам

Источник: Международный валютный фонд

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

Как отмечает Р. Манделл, Нобелевский лауреат по экономике, «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... Опора на доллар как на главное средство государственной валютной политики, формирования резервов и расчетную единицу уже не является больше необходимостью»<sup>20</sup>.

Основными факторами, воздействующими на развитие тенденции к падению курса доллара в последние годы, являются следующие.

- Увеличение дефицита США по балансу текущих операций. В 2016 г. дефицит составил 451,7 млрд долл., или 2,43% к ВВП (Рисунок 12).

Такая сумма дефицита означает, что страны - контрагенты США для сохранения стабильного баланса в расчетах должны ежедневно затрачивать около 2 млрд долл. на покупку номинированных в долларах американских активов (обычно казначейских облигаций) или реинвестировать свои доходы в экономику США, или, наконец, обменивать доллары на отечественную валюту. До тех пор пока в США сохранится дефицит такого масштаба, будет сохраняться понижающее давление на доллар.

Израильский аналитик Р. Хошен полагает, что экспоненциальный рост долга связан с амбициозной внешней политикой и консервативным управлением экономикой.<sup>21</sup>

Под консервативным автор (Р.Хошен) здесь понимает не осторожное управление, когда каждый шаг выверяется, а просто то, которое было раньше, имея в виду печатание денег как топлива для глобальной экономики.

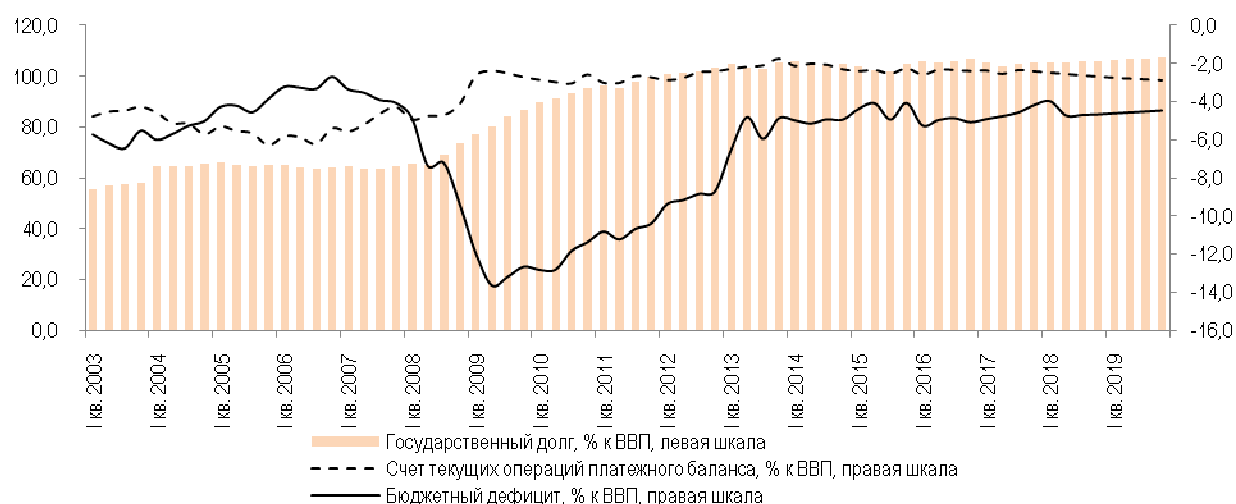
По мере роста дефицита счета текущих операций США, и их госдолга спрос на американские долговые обязательства и валюту сокращался. В 2016 г. из-за падения спроса ФРС была вынуждена скупить около 60% всех выпущенных в обращение правительственных бумаг.

---

<sup>20</sup> Rajan R., Kiran J. Will the Greenback Remain the world's Reserve Currency? // Intereconomics. 2006. Vol. 41. No. 3. P. 124-141.

В этих условиях многие центральные банки, особенно стран Юго-Восточной Азии, изменили свою стратегию – от накопления долларовых резервов они перешли к их распродаже. Многие страны стали заключать совместные соглашения, базирующиеся на отходе от доллара в качестве основного средства международной торговли и платежей. Некоторые нефтедобывающие страны начали продавать нефть не за доллары, а использовать другие валюты, что, по мнению аналитиков, представляет собой угрозу системе нефтедолларов, существовавшей на протяжении четырех десятилетий.

**Рисунок 12. Государственный долг, счет текущих операций и бюджетный дефицит в США, 2003-2019 гг. (% к ВВП)**



Данные за 2018-2019 гг.-прогноз

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития

- 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

<sup>21</sup> Hoshen R. Policy and Agenda. The Danger of a Global Economic Tidal Wave // Media. - December 14, 2006. - P. 1-8. - Mode of access: <http://www.amedia.org/Show Article.asp?DynamicContent11-1972&MenuID-726&Thread11->

правительство не может найти каких-либо других способов финансирования бюджетного дефицита, кроме как занимать деньги за рубежом.

Еще один признак начинающегося «заката» доллара – это заявления крупнейших международных организаций (МВФ, Всемирный банк и Организация экономического сотрудничества и развития), касающиеся необходимости отказа от доллара в пользу специально разработанной глобальной резервной валюты.

Развитие большей части отмеченных тенденций началось под воздействием второй крупнейшей экономики мира – Китая, который, согласно имеющимся прогнозам, догонит США по основным экономическим показателям к 2020 г. Уже теперь примерно 70 тыс. китайских компаний используют в трансграничных сделках национальную валюту.

Так, например, экономист М. Снайдер приводит ряд примеров двух и многосторонних соглашений последнего времени, подрывающих позиции доллара как мировой резервной валюты<sup>22</sup>.

1. В начале 2012 г. Китай и Япония заключили соглашение, согласно которому в двусторонних торговых сделках они будут чаще использовать свои собственные валюты, а не доллары. Если до сих пор для взаимной конвертации юаня и иены Китаю и Японии приходилось прибегать к долларovým резервам, то теперь они могут осуществлять конвертацию своих валют напрямую, без участия доллара.

2. Страны БРИКС также планируют перейти к использованию национальных валют в торговле друг с другом. В марте 2013 г. было объявлено о двух соглашениях, цель которых – создать кредитные механизмы для финансирования (в национальных валютах) бизнеса и взаимной торговли этих стран. Ожидается, что данные соглашения позволят существенно расширить торговлю в рамках БРИКС, объемы которой

---

<sup>22</sup> Snyder M. 10 Reasons Why the Dollar's Reign as the World Reserve Currency is About to End // Seeking Alpha. – 2012. – May 1. – Mode of access: <http://www.seekingalpha.com/article/459471-10-reasonswhy-the-dollar-s-reign-as-the-world-reserve-currency-is-about-to-end>.

возрастают в последние годы ежегодным темпом около 28% (!), но все еще далеки от потенциала.

3. Российско-китайское валютное соглашение. Россия и Китай более года используют национальные валюты во взаимной торговле. Лидеры обеих стран активно выступают за создание новой глобальной резервной валюты и намерены потеснить господство доллара в международной торговле.

4. Укрепление позиций юаня в странах Африки. Став крупнейшим торговым партнером стран этого континента с 2009 г., Китай проводит активную политику, направленную на экспансию своей валюты. В настоящее время значительная часть взаимной торговли между Китаем и странами Африки осуществляется в юанях. Ожидается, что к 2020 г. этот объем возрастет до 1536 млрд юаней (200 млрд. долл.).

5. Соглашения Китая с Объединенными Арабскими Эмиратами (ОАЭ) и Саудовской Аравией. С первой из них Китай договорился, что в нефтяных сделках каждая из стран будет использовать собственную национальную валюту, что подрывает систему нефтедолларов и создает прецедент для других стран Ближнего Востока. Китай, являясь крупнейшим импортером нефти из Саудовской Аравии, продолжает наращивать объемы не только торговли, но и строительства мощностей по переработке сырой нефти в этой стране.

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

Вследствие развития торговли производными контрактами на Нью-Йоркской товарно-сырьевой бирже (NYMEX) произошло вливание больших объемов капитала на нефтяной рынок. Он превратился из классического во фьючерсную разновидность финансового рынка и приобрел высокую волатильность, свойственную валютно-финансовым рынкам.

Биржевой способ ценообразования нефти привел к тому, что цена на нефть начала определяться её ценностью как финансового актива и стала

тесно коррелировать с такими факторами как фондовые индексы, в частности S&P 500, Dow Jones Index, курс доллара и его инфляционные ожидания.

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

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

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

В начале 2014 г. мировые фондовые индексы начали расти, а цена на нефть оставалась на уровне 100 долл. за баррель. Это привело к схлопыванию пузыря осенью 2014 г.

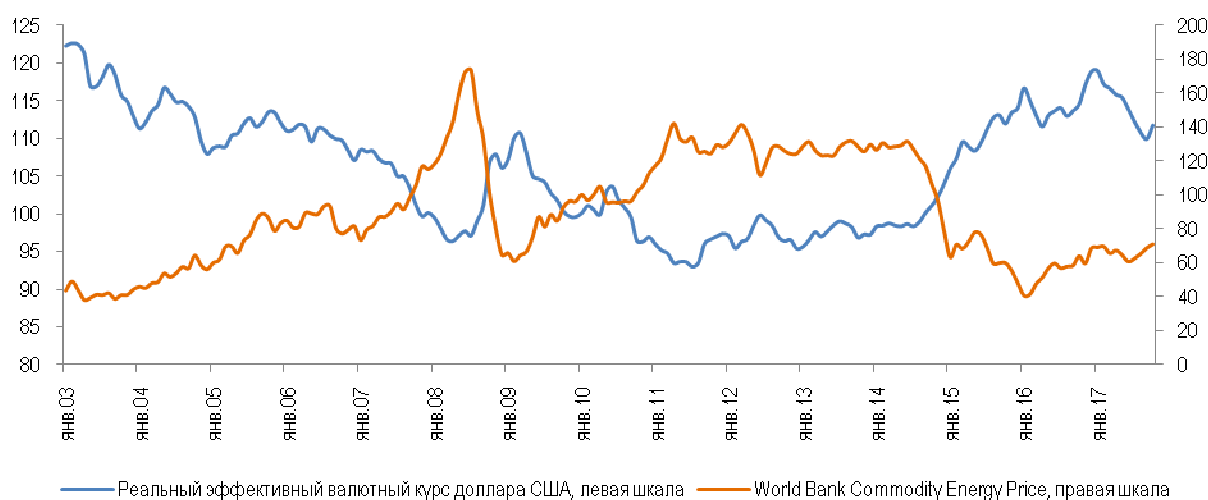
Поскольку цена на нефть выражена в долларах США, корреляция между нефтяными котировками и курсом доллара очевидна. Укрепление курса американской валюты ведет к росту её покупательной способности, и, следовательно, к снижению цены, выраженной в долларах, а увеличение цен на нефть ведет к долларовой инфляции и снижению его курса. Нефтяные фьючерсы являются инструментами защиты от долларовой инфляции. При реальном и ожидаемом низком уровне долларовой инфляции уменьшается спрос на нефтяные фьючерсы, приводящий к снижению цен на сырую нефть.

С 2000-х годов коэффициент корреляции между курсом американской валюты и индексом сырьевых товаров Всемирного банка, одним из наиболее широко используемых индикаторов состояния мирового товарного рынка,

учитывающим поведение цен на семнадцать основных видов сырьевой продукции, достиг значения в  $-0,90$  (Рисунок 13)<sup>23</sup>.

Иными словами, в последние годы изменение стоимости сырья более чем на 70% объяснялось динамикой курса доллара. Так, при укреплении курса доллара относительно европейской валюты на 1% цена барреля нефти снижалась в среднем на 3 долл.

**Рисунок 13. Динамика реального эффективного валютного курса доллара США и индекс сырьевых товаров Всемирного банка, 2003-2017 гг. (2010=100)**



*Источник: Банк международных расчетов и Всемирный банк*

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

Уменьшение мировых цен на сырье, вызванное укреплением доллара, в свою очередь, заметно снизило глобальную инфляцию. За последние два года ежегодные темпы роста потребительских цен выросли в мире в среднем на 2%, в том числе на 1-1,5% в развитых странах и на 3-4% в развивающихся.

При этом неопределенность перспектив мировой экономики подталкивает международных инвесторов к уменьшению вложений в другие ведущие валюты, прежде всего евро и увеличению долларовых активов. Это формирует предпосылки для снижения цен на нефть, что усиливает

<sup>23</sup> Рассчитано на основе среднемесячных значений.

нестабильность на глобальном валютном рынке и оказывает негативное влияние на экономическое развитие развивающихся стран. По прогнозу Организации экономического сотрудничества и развития, вследствие нестабильности ситуации на международных валютно-финансовых рынках темпы роста ВВП стран БРИКС в 2015-2017 гг. не превысят 6% (Таблица 5).

**Таблица 5. Темпы прироста ВВП в ключевых странах «Большой двадцатки», 2003-2019 гг.**

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

2018-2019 г. – оценка

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития

## 11. 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 2005 г. по 2016 г. объем экспорта товарами стран «Большой двадцатки» вырос на 51,4% и составил 12,39 трлн долл. (Рисунок 14), поступивших прямых иностранных инвестиций – на 40,7% до 1,23 трлн долл (Рисунок 15).

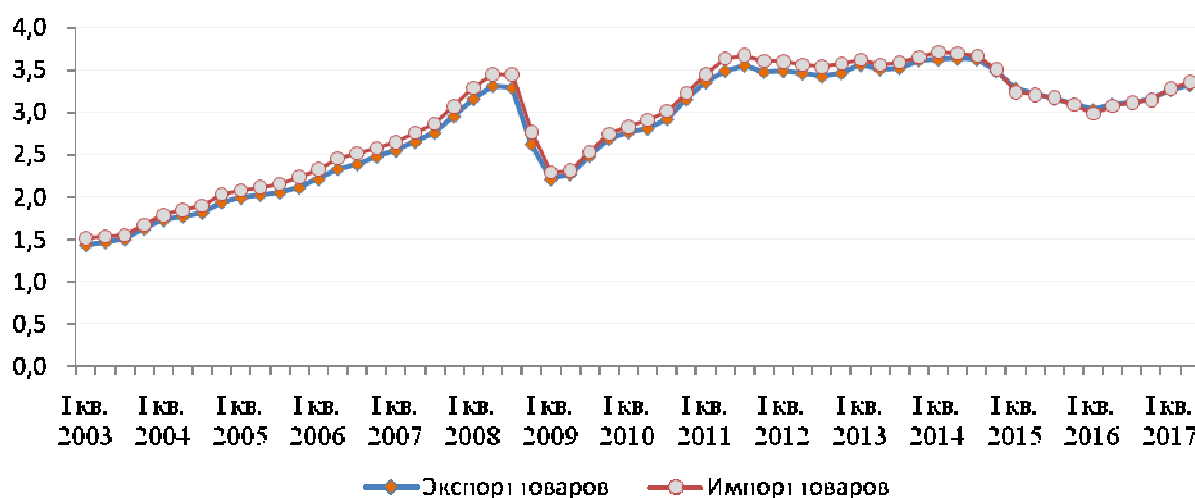
При этом в структуре трансграничных товарных и финансовых потоков существенно увеличивалась доля развивающихся стран, что стало



следствием их активной политики по продвижению экспорта и привлечению иностранных инвестиций.

Расширение международных торговых связей сопровождалось постепенным нарастанием глобальных дисбалансов, прежде всего в отношениях между развивающимися странами и США – крупнейшим мировым импортером, на долю которого приходится 20% глобального импорта товаров и услуг. С одной стороны, опережающий рост экспортных доходов развивающихся стран способствовал формированию устойчивого положительного сальдо их внешней торговли. С другой стороны, резкое снижение нормы сбережений и увеличение потребления в США обернулось существенным ухудшением состояния торгового баланса страны (по методологии платежного баланса), дефицит которого за 2003-2016 гг. вырос на 38,9% с 541,6 млрд долл. до 752,5 млрд долл.

**Рисунок 14. Экспорт и импорт товаров странами «Большой двадцатки», трлн долл. США, 2003-2017 гг.**



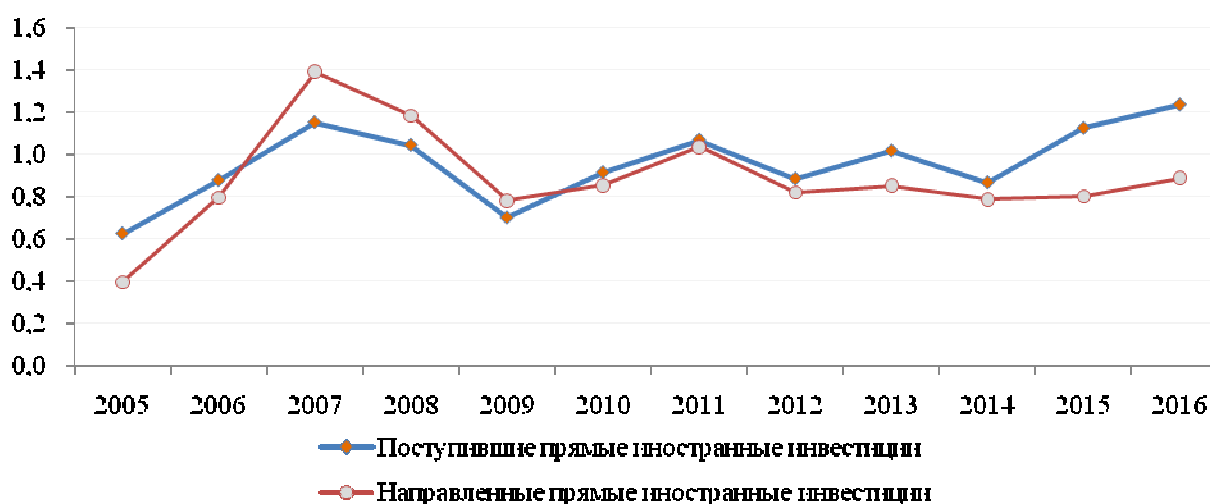
*Источник: Организация экономического сотрудничества и развития*

В условиях плавающих валютных курсов накопление США значительного отрицательного сальдо должно было бы привести к ослаблению доллара по отношению к валютам их основных торговых партнеров, что, в свою очередь, способствовало бы постепенному сокращению возросшего дефицита торгового баланса страны. Курс доллара, однако, длительное время не только не снижался, но и, наоборот, укреплялся

по отношению к другим валютам. Необычайная устойчивость американской валюты во второй половине 1990-х – начале 2000-х годов была 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.

**Рисунок 15. Объем поступивших прямых иностранных инвестиций стран «Большой двадцатки», трлн долл. США, 2003-2017 гг.**



*Источник: Организация экономического сотрудничества и развития*

Во-вторых, более быстрые по сравнению с другими развитыми странами темпы роста экономики США с 1996 г. по 2001 г. и высокая доходность долларовых активов, подогревая бумом на фондовом рынке, способствовали увеличению спроса на американскую валюту со стороны прямых и портфельных инвесторов, в частности из Японии и Западной Европы. Наконец, кризисные явления в валютно-финансовой сфере, охватившие многие развивающиеся страны, в частности государства Юго-Восточной Азии, Россию и Аргентину в 1998-2001 гг., также усилили спрос

международных инвесторов на американскую валюту и увеличили приток зарубежного капитала на финансовый рынок США.

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

- Появление единой европейской валюты – евро, которая стала активно использоваться для размещения средств центральных банков и международных частных инвесторов, спровоцировав тем самым заметное сокращение глобального спроса на доллар;
- Уменьшение спроса на американскую валюту со стороны инвесторов из других развитых стран вследствие схлопывания «пузыря» в секторе высокотехнологичных компаний, спровоцировавшего в 2001 г. значительное падение американского фондового рынка, и последовавшего за этим резкого снижения процентных ставок в США (эти факторы привели, в частности, к формированию в 2002-2004 гг. отрицательного сальдо финансовых операций США со странами Европейского Союза);
- Переход ряда крупных развивающихся стран, в частности России и Китая, к повышению курса национальных валют по отношению к доллару.

Ослабление доллара, однако, не привело в 2000-е годы к заметному снижению внешнеторгового дефицита США, в первую очередь, из-за ограниченного влияния валютного курса на объемы и стоимость американского импорта. Прежде всего, экспортеры из развивающихся стран предпочитают поступиться частью доходов, чем потерять часть приоритетного для них рынка США, и не стремятся повышать цены на свою продукцию.

Так, по данным МВФ, с удешевлением доллара на 10% цены на американский импорт увеличиваются за год менее чем на 2%, тогда как аналогичное снижение курса единой европейской валюты приводит к

удорожанию импортируемых странами зоны евро товаров на 8% (Таблица 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.

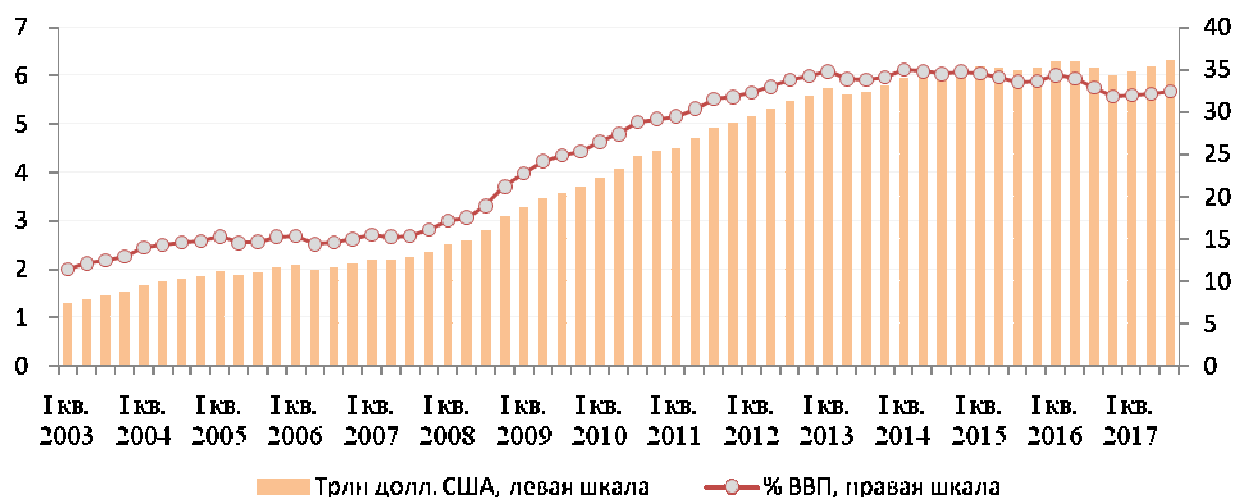
**Таблица 6. Эластичность цен на импортные товары к валютному курсу в развитых экономиках**

Страна	Месяц	Полгода	Год	18 месяцев
Зона евро	0,03	0,42	0,81	1,17
США	0,06	0,15	0,18	0,30
Япония	0,61	0,56	0,57	0,57
Великобритания	0,28	0,58	0,57	0,60
Канада	0,68	0,54	0,62	0,68

*Источник: Faruqee H. Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area // IMF Staff Papers. 2006. Vol. 53. No. 1. P. 63-88.*

Накопление дефицита торгового баланса сопровождалось неизбежным ростом внешней задолженности США, превратившихся за последние полтора десятилетия в крупнейшего должника. В 2016 г. внешний долг США (Рисунок 16) составил 31,8% ВВП, увеличившись на 19,0 п.п. по отношению к 2003 г.

**Рисунок 16. Внешний долг США, 2003-2017 гг.**



*Источник: Организация экономического сотрудничества и развития и Федеральная резервная система США*

При этом повсеместное использование США собственной валюты для финансирования растущего дефицита торгового баланса способствовало накоплению значительных долларовых резервов развивающимися странами,

которые благодаря устойчивому положительному сальдо превратились в 2000-е годы в ведущих мировых экспортеров капитала. До недавнего времени эти авуары активно инвестировались в американские ценные бумаги, в том числе казначейские обязательства, корпоративные акции и облигации, производные бумаги, обеспеченные активами, включая ипотечные закладные.

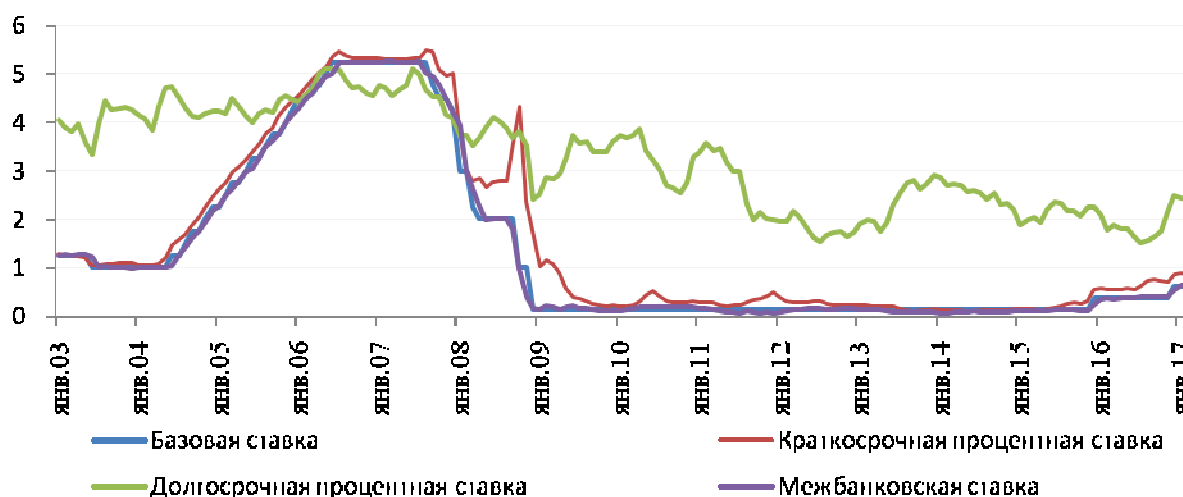
В 2007-2008 гг. ситуация для США, однако, заметно ухудшилась. В результате острого кризиса на рынке недвижимости резко замедлились темпы роста американской экономики, а крах пирамиды высокорисковой ипотеки sub-prime, повлекший за собой огромные убытки инвесторов по всему миру, поставил под серьезное сомнение качество многих видов американских финансовых инструментов, обращающихся на глобальных рынках.

Сокращение вложений нерезидентов в американские ценные бумаги было отчасти компенсировано увеличением их инвестиций в государственные долговые обязательства США. В условиях роста глобальной финансовой нестабильности казначейские обязательства США рассматриваются международными инвесторами как 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, однако, охладить интерес нерезидентов даже к этим финансовым инструментам, подтолкнув их к размещению своих капиталов в других странах. Это способно привести к резкой девальвации доллара и дестабилизации мирового валютного рынка. При этом огромная долговая нагрузка на экономику, а также необходимость стимулирования замедлившегося экономического роста в современных условиях существенно ограничивают возможности монетарных властей по проведению политики высоких процентных ставок, которая содействовала

бы привлечению иностранного капитала и укреплению курса доллара (Рисунок 17).

Эти факторы, а также значительное ухудшение международных позиций доллара в последнее время способно серьезно затруднить США привлечение иностранного капитала. Это, в свою очередь, повышает риск дальнейшего обесценения доллара и в целом ставит под сомнение долгосрочную жизнеспособность существующей конфигурации мировой валютной системы, основанной на «вере в доллар».

**Рисунок 17. Процентные ставки в США, 2003-2017 гг.**



*Источник: Организация экономического сотрудничества и развития и Банк международных расчетов*

## 12. Перспективы доллара США

Вопрос, сможет ли какая-либо другая валюта бросить вызов доллару в качестве лидирующей мировой валюты, заслуживает более пристального внимания, поскольку этот вопрос вновь стал предметом острых дискуссий в наши дни – в период усиления международной платежной разбалансированности. Пессимистично настроенные аналитики прогнозируют в перспективе еще большее ослабление доллара и масштабные потрясения на глобальных валютно-финансовых рынках. Их опасения основываются на ряде объективных предпосылок:

- Сохранение значительного внешнеторгового дефицита США, покрытие которого требует дальнейшего наращивания долговых

обязательств перед нерезидентами, что в условиях резкого ухудшения состояния американских финансовых рынков может оказаться затруднено;

- Быстрый рост дефицита федерального бюджета США, размер которого по итогам 2018 г. прогнозируется на уровне 5,2% к ВВП;
- Постепенное увеличение спроса развивающихся стран на евро в качестве резервной и инвестиционной валюты;

Наряду с факторами, объективно способствующими ослаблению доллара, имеется, и немало обстоятельств, позволяющих утверждать, что никакого краха доллара в обозримом будущем не произойдет, и он сохранит статус ведущей мировой валюты. Во-первых, в значительной девальвации доллара и демонтаже существующей структуры мировой валютной системы не заинтересованы наиболее крупные и влиятельные участники международных финансово-экономических отношений: центральные банки развитых и развивающихся стран, транснациональные корпорации, международные банковские группы. Нарастание проблем с долларом привело бы к серьезному обесценению долларовых активов, ускорению глобальной инфляции, сокращению производства и снижению занятости в ведущих экспортно-ориентированных экономиках, включая японскую и западноевропейскую. В этой ситуации международные держатели долларовых активов оказываются в некотором роде заложниками доллара, заинтересованными в сохранении его устойчивости. Для США это означает, в частности, готовность центральных банков других стран к осуществлению масштабных валютных интервенций в поддержку доллара.

При этом США располагает и 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, военные действия на Балканах) нередко связываются именно с политикой США по регулированию глобальных инвестиционных потоков и перенаправлению их в свою экономику. Вполне можно предположить, что и текущий российско-европейский конфликт был спровоцирован США во многом с целью торможения динамично развивающихся внешнеторговых и инвестиционных связей России и ЕС, срыва крупных совместных энергетических проектов и, в конечном итоге, ухудшения экономической ситуации в западноевропейских странах и ослабления евро.

Во-вторых, в долгосрочном плане центральные банки и другие инвесторы извлекают большие доходы от вложений в американские активы, чем от вложений в активы каких-либо других стран.

Причины того, что потоки капитала (в том числе из развивающихся стран) направляются в основном в США, а не в другие развитые страны, кроются в большей открытости и эффективности американских рынков капиталов, а также в структурных особенностях экономики страны, таких как рост в последнее десятилетие доли США в общем объеме производства развитых стран, умеренная нестабильность делового цикла, уменьшение степени экономических рисков.

Даже при падении курса доллара инвесторы могут в значительной степени компенсировать риск потери ликвидности за счет продления срока вложений. США, таким образом, являются доминирующим глобальным субъектом предложения финансовых активов. Более того, как это ни парадоксально на первый взгляд, американский дефицит текущего платежного баланса создает потребность многих стран в долларовой



ликвидности, что формирует существенную и устойчивую черту международной финансовой системы, основанной на долларе.

В-третьих, в политике диверсификации золотовалютных резервов, проводимой центральными банками, пока еще не отмечается резкого поворота от доллара. В последние годы прослеживается тенденция к сокращению доли доллара в пользу других валют - евро и азиатских валют. Так, по данным МВФ, за период с 2000 г. по 2016 г. доля доллара в общемировых валютных запасах сократилась с 71,1 до 65,3%, причем в развивающихся странах она была более высокой (67,7%), чем в промышленно развитых государствах (64,4%).

За тот же период доля евро в мировых резервах увеличилась с 18,3% до 19,1%, при этом в развитых государствах отмечается более высокая концентрация запасов евро (21,6%), чем в развивающихся (18,3%).<sup>24</sup>

Однако детальный анализ этих данных не подтверждает предположение о том, что имеет место бегство от доллара. Прежде всего, необходимо учитывать большую роль колебаний обменного курса доллара. При формировании валютной корзины центральные банки предпочитают «покупать дешевле и продавать дороже». В течение анализируемого периода доллар заметно обесценивался (за исключением 2002 и 2005 гг., когда его стоимость повышалась), поэтому банки покупали непропорционально больше долларов по сравнению с другими валютами. А в 2005 г., когда обесценился евро, именно эта валюта явилась объектом непропорционально больших закупок. Другими словами, обесценение доллара повлекло за собой снижение его доли в структуре мировых резервов инвалюты. И, наконец,

---

<sup>24</sup> Повышение международной роли евро проявляется также в том, что все большее число эмитентов за пределами зоны евро выпускают облигации, номинированные в евро. Доля выпущенных в евро международных долговых обязательств в общем объеме таких обязательств на июнь 2016 г. составила 22,0%. Евро широко используется в странах ЕС, не являющихся членами зоны евро, а также в странах – кандидатах на вступление в ЕС. В этих условиях Евросистема заявила, что любое одностороннее введение евро (через так называемую «евроизацию» – по аналогии с «долларизацией») вне рамок Договора о Евросоюзе и без соблюдения маастрихтских критериев конвергенции противоречит экономическим основам ЕС и может осуществляться только на многосторонней основе.

большое значение имеет долгосрочный аспект в развитии тенденции. Если рассматривать изменение доли доллара в структуре инвалютных резервов с середины 1990-х годов (59,0%), то обнаруживается существенное повышение этой доли к 2016 г. (65,7%).

В-четвертых, ни одна из валют не может в среднесрочной перспективе заменить доллар в качестве мирового лидера, даже если эта валюта заберет часть доли доллара в официальных золотовалютных резервах. Главная причина – сложность преодоления устоявшихся позиций доллара как символа экономической и финансовой мощи США (incumbent advantage). Преимущества валюты конкурента должны во много раз большими, чем преимущества доллара. Не является случайным тот факт, что доллар сумел вытеснить британский фунт стерлингов в качестве резервной валюты лишь к началу 1940-х годов, хотя США обогнали Великобританию по основным показателям экономики и торговли уже в 1920-х годов.

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

Анализируя перспективы увеличения роли евро, аналитики отмечают, что уже сейчас эта валюта составляет серьезную конкуренцию доллару. Это вторая после доллара резервная валюта (доля в мировых официальных запасах составляет в настоящее время 19,1%)<sup>25</sup>. Важность и роль евро определяется экономическими и финансовыми показателями роста Евросоюза.

---

<sup>25</sup> Здесь важно отметить, что американская экономика все еще существенно превышает экономики всех других стран мира (включая объединенную экономику стран зоны евро) по своим масштабам, эффективности и другим характеристикам. Американский рынок корпоративных облигаций примерно в 3 раза превышает соответствующий рынок в зоне евро и в 3,5 раза - рынок Японии; более того, он крупнее, чем все другие рынки, взятые вместе. Что касается американского рынка

В перспективе зона евро сможет превзойти США по многим показателям развития рынков капитала. По мнению некоторых аналитиков, к которым присоединяется и бывший председатель ФРС США А. Гринспэн, евро в долгосрочной перспективе – к 2020 г. сможет заменить доллар в качестве лидирующей резервной валюты, если будут реализованы следующие условия: 1) все страны Евросоюза присоединятся к зоне евро, т.е. будут использовать евро как национальную валюту; 2) тенденция к обесценению доллара останется устойчивой и в будущем.<sup>26</sup>

Согласно точке зрения других аналитиков, которые делают акцент на особенно быстрых темпах экономики стран Азии, прежде всего Китая, существует вероятность того, что вызов доллару будет брошен со стороны юаня или какой-либо другой азиатской валюты.<sup>27</sup>

Наиболее обоснованной представляется позиция тех авторов, которые пытаются ответить на вопрос, какой валютный стандарт является наиболее предпочтительным (с учетом всех аспектов проблемы) для большинства стран мира. Так, страны Юго-Восточной Азии, Ближнего Востока, а также некоторые другие государства с формирующимся рынком, скорее всего, будут пользоваться долларovým стандартом в течение еще очень длительного времени. Причин тому несколько<sup>28</sup>.

---

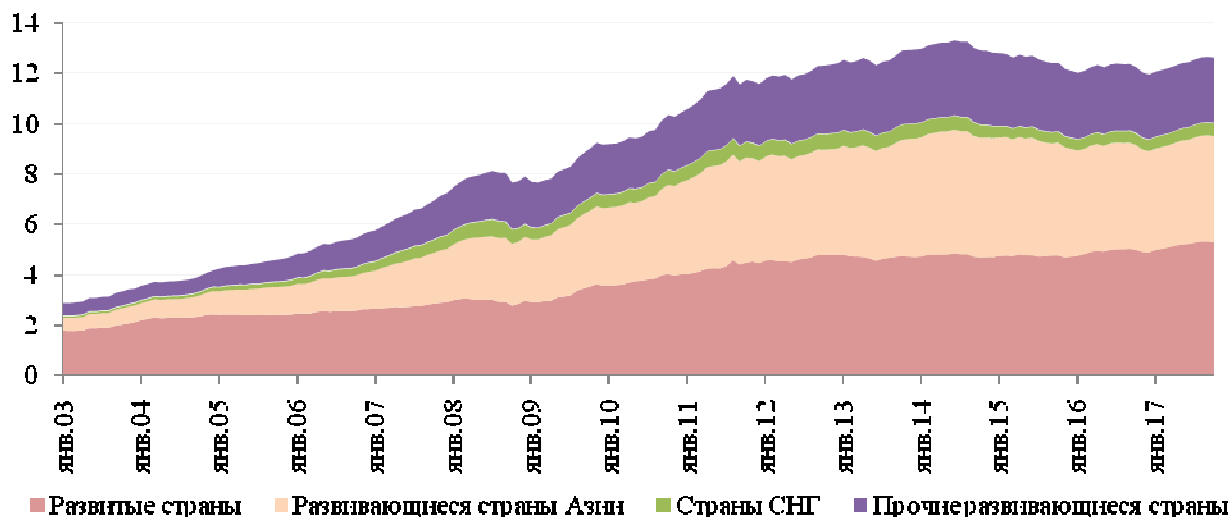
акций, то он в 2,5-3 раза превосходит рынки зоны евро и Японии. Такие масштабы рынка делают оправданными вложения даже в рискованные активы.

<sup>26</sup> Jen S. Q&A on the Reserve Currency Status of the USD // Global economic forum. – April, 21, 2008. – P. 2 – Mode of access: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080421Mon.html>.

<sup>27</sup> Gao H., Yu Y. Internationalisation of the Renminbi // BoK-BIS Seminar, Seoul. 2009. March 19-20. (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>); Hongyi C., Peng W., Shu Ch. The Potential of the Renminbi as an International Currency // BIS, Asian Research Programme. February 2009 (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>); McCauley R. Renminbi Internationalisation and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. 2011. December. P. 41-56.

<sup>28</sup> Луцкая Е. Перспективы доллара как лидирующей международной валюты // Социальные и гуманитарные науки. отечественная и зарубежная литература. серия 2: экономика. реферативный журнал. 2009. № 2. С. 81.

Рисунок 18. Мировые международные активы, 2003-2017 гг.

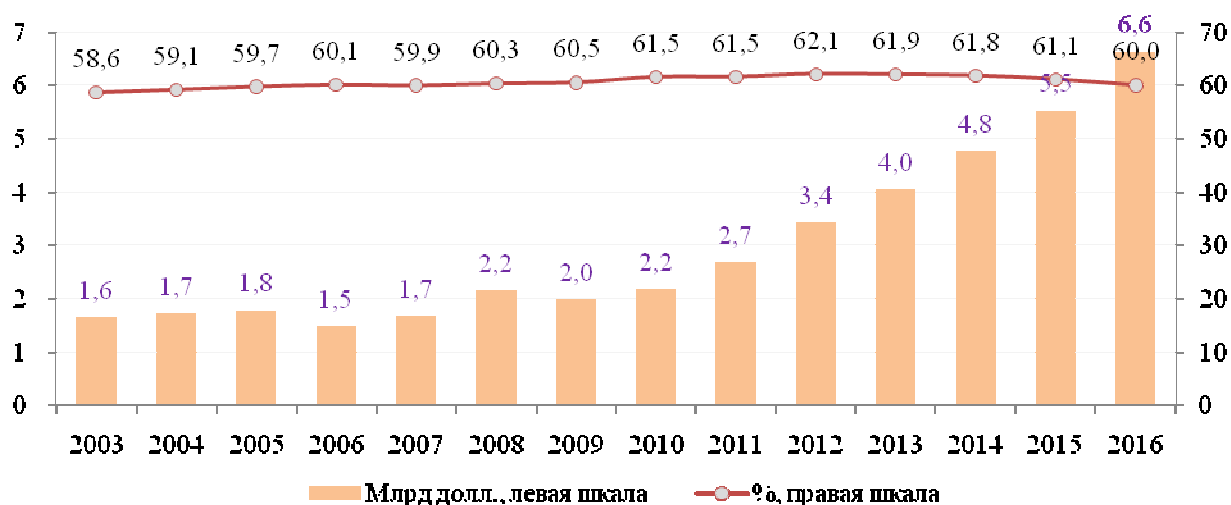


Источник: Международный валютный фонд

1. Долларизация экономики. Указанные страны не имеют стимула выходить из долларовой зоны и укреплять курс своих валют по отношению к доллару США, поскольку их финансовые системы остаются недоразвитыми, официальные резервы в основном номинированы в долларах, а региональная валютная кооперация находится в зачаточном состоянии. В течение последних десятилетий в странах с формирующимся рынком развивался процесс долларизации как долговых обязательств, так и активов. Долларизация экономики является обоснованием политики стабилизации обменного курса азиатских стран относительно доллара. Боязнь повышения обменного курса обусловлена не только возможным обесценением долларовых активов при переводе их в национальную валюту, но и негативными последствиями дедолларизации экономики. Речь идет прежде всего об угрозе снижения конкурентоспособности ориентированной на экспорт национальной промышленности. Все эти риски побуждают правительства стран с развивающейся экономикой, особенно стран Азии, осуществлять валютные интервенции с целью не допустить значительного повышения курса национальной валюты. В последние годы инвалютные резервы в развивающихся странах существенно возросли. Из общей суммы мировых резервных активов (Рисунок 18) 12,608 трлн. долл. на развивающиеся страны Азии приходилось 4,232 трлн. долл.

2. Формирование в отдельных регионах единой системы внешнеэкономических факторов. Фактор долларизации способствует усилению в РС интеграционных процессов в сфере экономической, торговой и валютной политики. Хотя немногие азиатские валюты в настоящее время жестко привязаны к доллару, большая часть внутрирегиональных сделок в этих странах осуществляется именно в долларах. Выработка скоординированной стратегии в области валютных курсов способствует сокращению транзакционных издержек торговли, росту торгового оборота и потока платежей. О значении внутрирегиональных связей свидетельствует показатель взаимного товарооборота стран АТЭС, на долю которого, по данным ООН, в 2016 г. приходилось 60,0% всего товарооборота этого региона, в том числе по экспорту товаров – 59,4%, по импорту – 60,6% (Рисунок 19).

**Рисунок 19. Взаимная торговля стран Азии, 2003-2016 гг.**



Источник: ООН

### 13. Интернационализация валют развивающихся стран

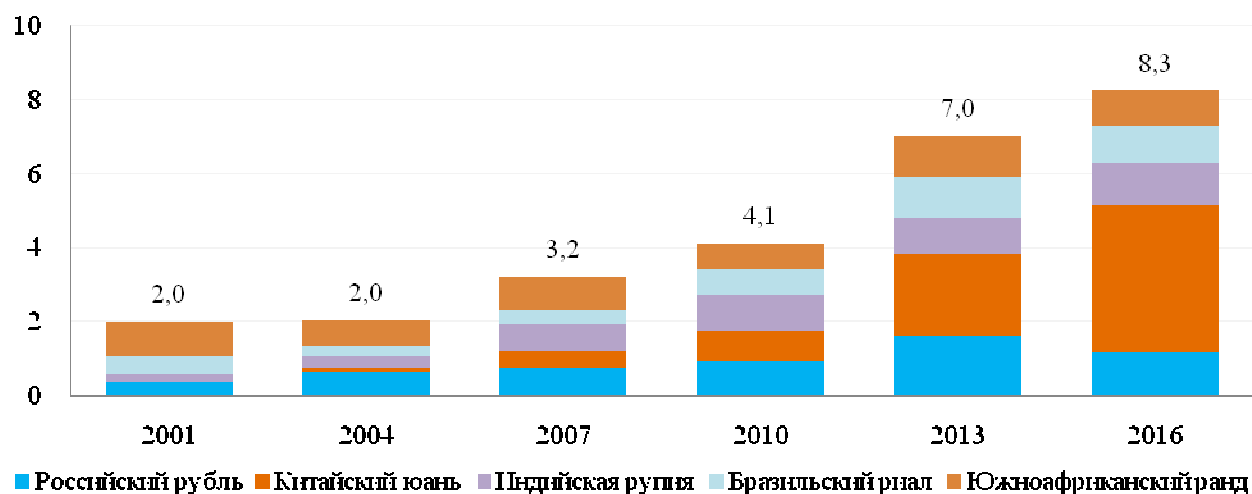
За последнее полтора десятилетия ведущие развивающиеся страны сумели существенно укрепить свой экономический потенциал, превратившись в новые полюсы роста мировой экономики. Быстрый рост экспортных доходов и иностранных инвестиций позволил этим странам заметно улучшить состояние платежных балансов, накопить крупные валютные резервы и значительно повысить внутреннюю финансовую

стабильность. Это, в свою очередь, способствовало последовательной отмене валютных ограничений, широко использовавшихся развивающимися государствами для поддержания устойчивости национальных валют и защиты внутреннего финансового рынка в условиях слабых платежных балансов.

Полная или частичная либерализация валютного законодательства обеспечила условия для интернационализации валют крупнейших развивающихся стран. Постепенно развиваются международные рынки этих валют, они начинают применяться при организации трансграничного кредитования и эмиссии долговых ценных бумаг. Под влиянием растущей нестабильности валютной системы и усиливающейся волатильности курсов ключевых мировых валют наметилась также тенденция вовлечения денежных единиц развивающихся стран во внутрирегиональную, в том числе приграничную торговлю.

Текущие масштабы использования валют развивающихся государств в международном обороте пока, однако, очень невелики и далеко не соответствуют возросшему вкладу этих стран в мировое производство и экспорт. Так, по данным Банка международных расчетов, совокупная доля валют России, Китая, Индии, Бразилии, и ЮАР (страны БРИКС) в общем обороте глобального валютного рынка в 2016 г. составляла 8,3%, при том, что общий вклад указанных государств в глобальный ВВП оценивался в 31,3% (Рисунок 20 и Рисунок 21).

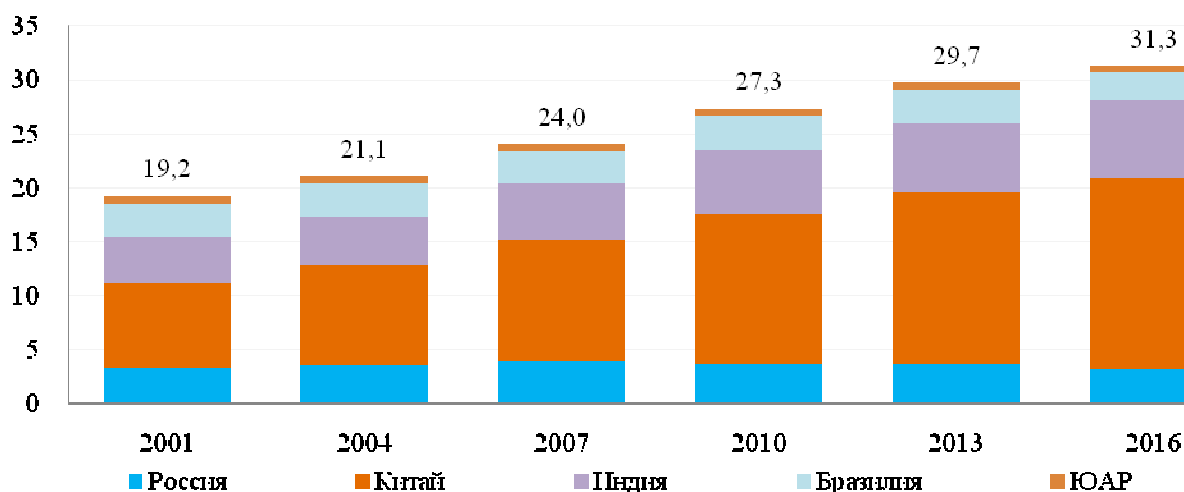
**Рисунок 20. Доля валют стран БРИКС в общем обороте валютного рынка, 2001-2016 гг.**



*Источник: Банк международных расчетов*

Источники слабой интернационализации национальных валют развивающихся стран можно легко назвать. Сырье, импортируемое указанными государствами, традиционно котируется в долларах США. Отечественные компании предпочитают оперировать в долларах, принимая, таким образом, на себя валютный риск. Существуют некоторые ограничения на международные финансовые операции в национальных денежных единицах. Финансовые возможности нерезидентов в плане управления рублевыми и иными активами крайне ограничены из-за неразвитости рынка капитала. Наконец, общеэкономическая среда, включающая налоговую и законодательную системы, не благоприятствует использованию валют стран БРИКС нерезидентами.

**Рисунок 21. Удельный вес стран БРИКС в мировом ВВП (по ППС, в постоянных ценах 2011 г.), 2001-2016 гг.**



*Источник: Всемирный банк*

В перспективе, по мере преодоления этих барьеров, следует ожидать значительного повышения роли национальных валют крупнейших развивающихся государств в обслуживании международной торговли и трансграничных потоков капитала, что позволит им занять заметное место в современной валютной системе, более соответствующее значению их стран для глобальной экономики.

*Китай.* Валютная политика КНР нацелена на всестороннюю поддержку национального экспорта. Это обеспечивается, прежде всего, сохранением на протяжении многих лет заниженного курса юаня по отношению к валютам основных торговых партнеров. В частности, по оценкам сотрудников ОЭСР, курс юаня к доллару занижен в настоящее время на 20-25%. Такая валютная политика стимулирует не только китайский экспорт, но и масштабный приток в страну прямых капиталовложений из-за рубежа, удешевляя для иностранных предпринимателей стоимость реализации инвестиционных проектов на территории Китая.

В то же время ее проведение препятствует скорейшей интернационализации юаня и его широкому использованию в мировой торговле и финансах. Опасаясь масштабного притока спекулятивного капитала в страну и усиления давления на курс национальной валюты, а



также возможности создания неконтролируемого международного рынка юаня, способного при неблагоприятной внешней конъюнктуре подорвать внутреннюю финансовую стабильность, китайские власти сохраняют многочисленные ограничения по операциям с капиталом.

Несмотря на поддержание жестких валютных ограничений китайские власти не предпринимают отдельные шаги по интернационализации юаня, в частности, вовлекая его в обслуживание приграничной торговли с сопредельными странами посредством заключения межгосударственных соглашений о взаимном обмене национальных валют. Юань уже стал основной валютой платежа в приграничной торговле Китая с Монголией, Вьетнамом, Мьянмой и Непалом. Все шире он применяется и во взаимной торговле с Россией, Филиппинами и Южной Кореей.

Еще одним заметным шагом на пути интернационализации китайской валюты стало разрешение властей страны на проведение отдельных операций с юанем на территории Гонконга. Его резиденты могут теперь использовать китайскую валюту при осуществлении денежных переводов, проведении операций по банковским картам и открытии депозитов в местных банках. В свою очередь, китайские компании и банки получили возможность размещать на гонконгской бирже облигационные займы в юанях, что открыло путь для развития в Гонконге рынка финансовых инструментов, номинированных в китайской валюте. Этот процесс может заметно ускориться после планируемого создания единой системы торгов акциями китайских компаний, обращающихся на гонконгской и шанхайской биржах.

Увеличение объемов финансовых операций в юанях на территории Гонконга сопровождается ростом торговли китайской валютой на мировом рынке. За последние пять лет практически с нуля сформировался международный рынок форвардных контрактов в юанях в Гонконге и Сингапуре, среднедневной оборот в 2013 г. составлял 30 млрд. долл. или почти половину оборота внутреннего валютного рынка Китая.

После Гонконга ведущие позиции на рынке юаня (по таким операциям, как банковские услуги, обменные валютные операции, эмиссия облигаций, предоставление займа и т.д.) в настоящее время занимает Лондонский финансовый центр, а на втором месте находится Парижский финансовый центр. Глава Банка Франции К. Нуайе заявил о намерении Парижа развивать офшорный рынок юаня. Парижский финансовый центр, опирающийся на мощный и высоко интернационализированный банковский сектор, всегда отличался склонностью к инновациям. Превращаясь в главный офшорный центр в зоне евро, Париж получает существенные преимущества.<sup>29</sup>

За 2011-2013 гг. объем внешнеторговых операций, номинированных в юанях, вырос до 8% всего объема китайского внешнеторгового оборота. Китайские внешнеторговые партнеры французских предприятий все чаще предлагают проводить в расчетах в юанях. И для этого у них есть весомые причины. Прежде всего, в условиях валютной либерализации курс юаня по отношению к доллару колеблется. Номинируя свои внешнеторговые контракты в юанях, китайские предприятия устраняют риск изменения валютного курса. Местные органы власти поддерживают международные расчеты в юанях различными способами, в частности, с помощью налоговых льгот, упрощения административных процедур и процедур расчета по экспорту. Кроме того, платежный цикл при операциях в юанях значительно укорачивается.

Предлагая своим партнерам вести внешнеторговые операции в юанях, китайские предприятия получают дополнительные коммерческие выгоды, что может иметь для них решающее значение. В целом интернационализация юаня позволяет китайским предприятиям укрепить позиции на внешнем и внутреннем рынках и значительно расширить поле для маневра. Однако не стоит забывать о рисках, которые усиливаются при расширении международных связей. Так, международная торговля сопряжена с такими

---

<sup>29</sup> Leboucher S. Internationalisation du yuan : les places occidentales en ordre de bataille // Rev. Banque. – P., 2013. – N 749. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches->

рисками, как риск изменения валютного курса, риск несоблюдения условий контракта и его аннулирования, транспортный риск и политический риск. Последний, в частности, касается регламентирования и прозрачности.

В Китае классический финансовый инструмент торговли, как товарные аккредитивы, используются достаточно широко. Они, будучи надежным, понятным и относительно конкурентоспособным инструментом, обеспечивают хорошее покрытие рисков. Однако при больших объемах внешнеторговых сделок нужны другие финансовые решения, в частности, операции по секьюритизации платежей. Для крупных предприятий и их финансовых партнеров в настоящее время появились новые возможности финансирования операций в Китае, такие как «финансирование все цепочки поставок» (supply chain finance), электронные счет-фактуры (e-invoices).

На территории континентального Китая, счет в юанях может быть открыт для нерезидентов, но для этого надо получить специальное разрешение Государственного валютного управления КНР (SAFE). Этот счет должен быть предназначен исключительно для внешнеторговых операций. В Гонконге действуют более гибкие правила: если счет открыт, то средства, размещенные на нем, можно использовать для инвестиций и банковских переводов за пределами континента.

Крупные международные банки предоставляют свои клиентам – экспортерам и импортерам – возможность открыть счет в юанях для финансирования операций с китайскими партнерами. Они обычно предлагают разнообразные услуги и продукты, связанные с обменом валют, платежами, депозитами, ссудами, финансирование торговли.

Китайские банки, базирующиеся во Франции, и французские банки в настоящее время также предлагают европейским предприятиям свои услуги и продукты, которые позволяют упростить их расчеты по внешнеторговым контрактам в юанях. Так, они предоставляют кредиты в юанях на срок 5-7 лет, средства которых могут использоваться на инвестиции в Китае или на

оплату импорта. Благодаря таким кредитам европейские предприятия меньше используют доллары и могут с большей гибкостью расходовать свои средства.

В 2012 г. Центральные банки КНР и Тайваня подписали соглашение о клиринговых расчетах в юанях, что было оценено аналитиками как крупнейшее экономическое событие в регионе. Прорывным для юаня событием становится укрепление его позиций в финансовых операциях, проводимых в Великобритании, которая является мировым лидером с оборотом в 4 трлн. В день. Согласно Банку Англии, Великобритания в феврале 2013 г. получила преимущество первой из стран «Большой семерки» подписать соглашение о валютном свопе (обмене) с Народным банком Китая. Сделка позволит ЦБ Великобритании поставлять до 400 млрд. юаней (64 млрд. долл.) другим банкам. По словам главы отдела межбанковских операций в Европе Standard Chartered Plc Ф. Линтерна, «это событие полностью перевернет финансовые рынки».<sup>30</sup>

В марте 2013 г. Китай и зона евро подписали своповое соглашение на 45 млрд. долл., еще раньше 30 марта 2013 г. монетарные власти Китая заключили валютный своп с Бразилией на сумму 30 млрд. долларов США. Предусматривается, что в случае дестабилизации международной финансовой системы эти государства смогут предложить другой стороне заемные средства в валюте партнера. В результате появится возможность избежать использования долларовых резервов. Китай постепенно добивается упрочения позиций юаня в международных финансах.

С Россией в июне 2011 г. Пекин подписал Соглашение о переходе к расчетам в национальных валютах. В качестве первого шага начались торги

---

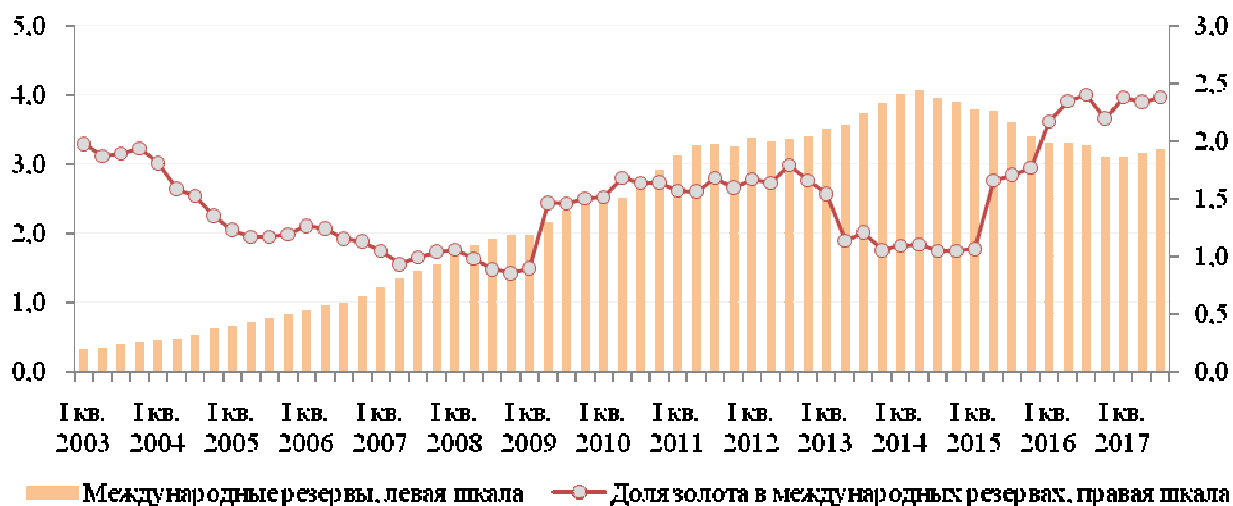
<sup>30</sup> Graff M., Bruneton A. Les atouts de l'internationalisation du renminbi // Rev. Banque. – P., 2013. – N 757. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/article/les-atouts-internationalisation-renminbi>.

рублями на бирже в Китае и юаневые торги в Москве. Российский банк ВТБ 24 октября 2011 г. открыл вклады в юанях.<sup>31</sup>

В целях повышения международного доверия к юаню валютных «тяжеловесов» Пекин увеличивает национальные резервы монетарного золота. По данным World Gold Council, накопленные запасы золота составляют 1842,6 т., что ставит указанную страну на 6 место в мире. Увеличением золотого запаса Китай хочет обезопасить свои инвалютные резервы, которые оцениваются 3,204 трлн. долл., и минимизировать риски процесса утверждения юаня в качестве мировой валюты (Рисунок 22).

Китай в рамках своей глобальной валютно-финансовой политики стремится заложить институциональный базис в виде создания новых международных финансовых структур и продвижения своих интересов в тех мировых финансовых институтах, где традиционно главенствует США и страны Западной Европы (МВФ и Всемирный банк).

**Рисунок 22. Доля монетарного золота в международных резервах Китая, 2003-2017 гг.**



Источник: World Gold Council

КНР большое значение придает формату БРИКС. В 2014 г. были созданы Резервный фонд БРИКС и Новый банк развития БРИКС.

<sup>31</sup> Leboucher S. Internationalisation du yuan : les places occidentales en ordre de bataille // Rev. Banque. – P., 2013. – N 749. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/breve/internationalisation-yuan-les-places-occidentales>

Объем фонда составляет 100 млрд. долл.: доля Китая – 41 млрд. долл., России, Индии и Бразилии – по 18 млрд. долл., ЮАР – 5 млрд. Банк БРИКС рассматривается как противовес МВФ и Всемирному банку. Он призван финансировать масштабные проекты в рамках БРИКС и снижать риски от потрясений в мировой экономике.

При этом предусмотрена возможность присоединения к Банку БРИКС других стран, однако в любом случае доля пяти стран-учредителей в капитале не может быть ниже 55% (интересно, что аналогичный минимальный порог действует в МВФ для США и стран Европы).

***Предварительным требованием*** интернационализации юаня является укрепление к нему доверия со стороны внутреннего и международного рынка, которое может быть повышено после стабилизации финансовой системы и оживления экономического роста. По сути дела речь идет о восстановлении средне- и долгосрочного макроэкономического баланса, нарушенного после мирового финансового кризиса. Прежде всего Банку Китая и Министерству финансов необходимо добиться стабилизации валютных курсов между долларом, евро и юанем.

Интернационализация юаня невозможна без вытеснения доллара из Юго-Восточной Азии. В области внешней торговли Китаю предстоит скорректировать валютное регулирование таким образом, чтобы экспортеры отказались от практики непокрытого валютного риска и больше ориентировались не на валовые доходы, а на уровень прибыли. Одно из решений, настойчиво продвигаемых китайскими властями, является создание валютной корзины из ключевых мировых валют, которая служила бы ориентиром денежно-кредитной политики стран Азии. Причем предполагается, что веса в корзине должны определяться реальными экономическими факторами, такими, как региональная торговля, что подразумевает снижение доли доллара и увеличение доли юаня. Если проект азиатской валютной единицы будет реализован, корреляция между

обменными курсами юаня и валют стран Юго-Восточной Азии резко возрастет, а волатильность юаня уменьшится.

Другим аспектом интернационализации юаня является улучшение китайских финансовых рынков. Министерство финансов уже предприняло такие шаги, как эмиссия новых видов государственных обязательств, пересмотр системы налогообложения и облегчение условий доступа нерезидентов на внутренний рынок. Далее предполагается ввести сделки РЕПО по аналогии с Соединенными Штатами и Европой. Для формирования эффективной кривой доходности по гособлигациям необходимо отказаться от десятилетних бумаг как ориентира рынка (benchmark issue) и перейти на пятилетние облигации. В скором времени власти намереваются ввести STRIPS-программу (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities), торговлю купонами отдельно от облигации.

Помимо проблем внутреннего рынка на повестке дня стоит вопрос развития офшорного рынка юаневых инструментов. Его стимулирование позволит не только интернационализировать юань, но также содействовать более эффективному рецикливанию за рубежом избыточных китайских сбережений. Офшорный рынок может служить плацдармом экспансии китайских финансовых институтов на внешнем рынке. Необходимо озаботиться инфраструктурой рынка. С января 2002 г. Банк Китая уже запустил национальную платежную систему расчетов China UnionPay. Предполагается улучшить систему расчетов по коммерческим бумагам и депозитным сертификатам. В долгосрочной перспективе Китаю рано или поздно придется перейти на единую централизованную расчетную систему по всем видам ценных бумаг.

1 октября 2016 г. юань был официально включен в корзину СДР. В новой корзине юань «потеснил» японскую иену и британский фунт, но

наиболее заметно сократился удельный вес евро (почти на 6,5%)<sup>32</sup>. При этом доля доллара США практически не претерпела изменений.

Сам по себе факт вхождения юаня в состав корзины МВФ автоматически не делает указанную денежную единицу мировой резервной валютой. Это событие отражает прогресс, которого добился Китай в реформировании своей финансовой и валютной систем<sup>33</sup>.

Однако, отсутствие официальной позиции властей КНР о планах по либерализации валютного законодательства и будущей роли юаня в глобальной экономике дает основания предположить, что его превращение полноценную международную валюту не входит в число первоочередных задач государственной политики Китая в среднесрочной перспективе. По мнению специалистов Банка международных расчетов и Резервного банка Австралии, китайские власти пока не рассматривают национальную валюту как инструмент внешнеэкономической экспансии, считая приоритетным сохранение жесткого контроля за внутренним финансовым рынком. Вместе с тем все более широкие торгово-экономические связи Китая с остальным мировом и положительное сальдо по текущим операциям платежного баланса (Рисунок 23) будут способствовать естественному расширению его использования в мировой торговле и финансах.

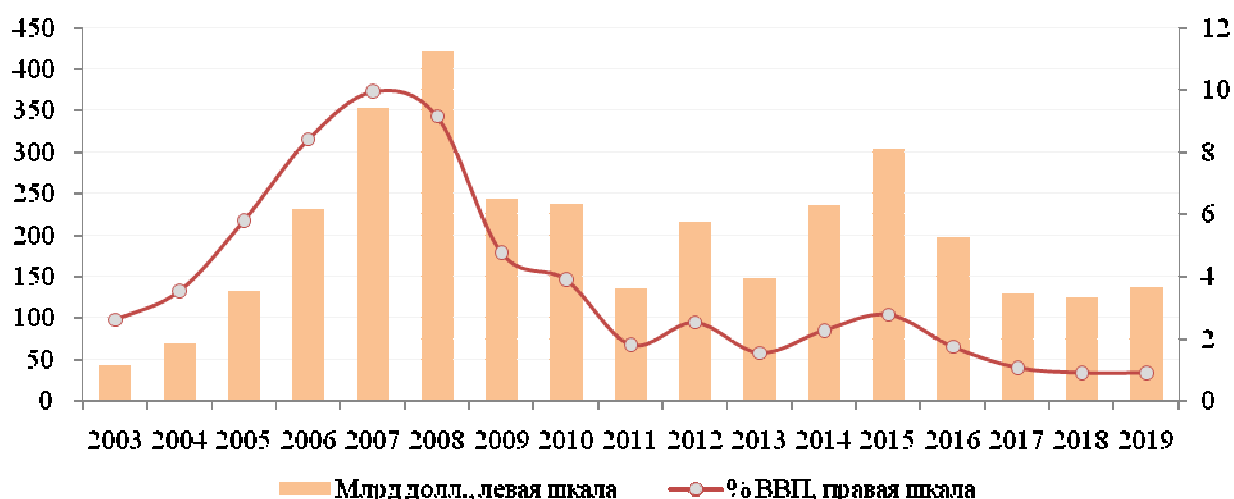
---

<sup>32</sup> Грибова Н. Китайский юань включен в корзину резервных валют МВФ (ссылка доступа - <https://riss.ru/analitics/35524/>).

<sup>33</sup> Там же



Рисунок 23. Счет текущих операций платежного баланса Китая, 2003-2019 гг.



2018-2019 гг.-прогноз

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития

*Индия.* В отличие от Китая валютная политика Индии носит более открытый характер и во многом ориентирована на создание условий, облегчающих приток иностранного капитала на внутренний рынок. В частности, обеспечение годового притока прямых иностранных инвестиций в объеме не менее 25 млрд. долл. заявлено как одна из приоритетных экономических задач, стоящих перед страной.

Проводимая Индией в 2000-е годы политика валютной либерализации способствовала повышению конвертируемости рупии и созданию условий для ее постепенной интернационализации. В частности, резиденты страны получили право приобретать зарубежные активы и привлекать займы за границей, а нерезиденты осуществлять прямые и портфельные инвестиции на индийском рынке. Вместе с тем либерализация валютных операций в Индии еще далека от завершения. Сохраняются существенные различия в режиме валютного регулирования для компаний, банков и физических лиц, а также для отдельных видов операций с капиталом.

Стремительный рост индийской экономики, расширение торгово-экономических связей с остальным миром и все более активное участие страны в международном движении капитала способствуют ускорению объемов валютных сделок с индийскими рупиями на внутреннем и внешнем

рынках. Так, средние обороты на внутреннем валютном рынке увеличились с 3,4 млрд. долл. в 2001 г. до 34,3 млрд. долл. в 2016 г. Обороты по форвардным валютным контрактам на рупию за тот же период выросли с 451 млн. долл. до 23,0 млрд. долл.

Быстрое расширение объемов торговли рупией внутри страны и за границей привело к более чем трехкратному увеличению ее доли в обороте мирового валютного рынка – с 0,2% в 2001 г. до 1,1% в 2016 г.

Валютная либерализация в Индии тесно увязана с успешным осуществлением реформ в банковском секторе, государственных финансах, на рынке ценных бумаг, а также ростом внутренней финансовой стабильности, в частности снижением инфляции. Индийские власти рассчитывают достичь полной конвертируемости рупии к 2020 г.

*Бразилия.* Интернационализация бразильского реала происходит в рамках крупного регионального интеграционного объединения МЕРКОСУР, на долю стран-участниц которого приходится более 75% совокупного ВВП Латинской Америки. Расширение торгово-экономических связей между государствами региона способствует вовлечению национальных валют в обслуживание взаимной торговли, которое находит активную поддержку на официальном уровне. Так, в июле 2008 г. на саммите МЕРКОСУР Бразилия и Аргентина договорились о расширении использования реала и песо в двухсторонних расчетах и увязке их обменных курсов в рамках единого коридора по отношению к другим валютам. По мнению руководства двух стран, эта инициатива обеспечит условия для дедолларизации взаимного товарооборота, позволит повысить стабильность курса национальных валют и создаст предпосылки для введения в будущем единой валюты на территории МЕРКОСУР.

*Россия.* Наша страна в ближайшее время вряд ли сможет противопоставить свою валюту доллару или евро. Поэтому рубль должен приспособливаться к уже действующей новой международной биполярной валютной системе.

2018 г. начинается для России с усиления связей со странами Азии и поэтому очевидна потребность переориентации валютных отношений на японскую иену и китайский юань.

Руководство нашей страны неоднократно заявляло о необходимости сделать рубль полностью конвертируемым. Президент В. Путин считает, что, выходя на мировой рынок, российским предприятиям полезно было бы заключать выгодные контракты не только в долларах и евро, но и в рублях. Может быть, для ускорения процесса продвижения к полной конвертируемости рубля стоит вернуться к идее параллельной валюты. В противном случае потребуются не один десяток лет поступательного развития нашей экономики, чтобы рубль смог стать полностью обратимым. Очевидно, что этот процесс невозможно осуществить исключительно административными мерами.

Тем не менее подкупает желание нашего президента В. Путина укреплять рубль до полной его обратимости, чтобы сделать его центром одного из финансовых рынков, объём которого довольно скоро превысит один триллион долларов.

\*\*\*

Экономическая нестабильность, разразившаяся в развитых странах, а затем перекинувшаяся на весь мир, обострила 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. А 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 все возможные действия, направленные на поддержание курса доллара, с тем чтобы не допустить краха мировой финансовой системы.

Представляется очевидным, что «вялый» экономический рост США подтолкнет развитие тенденции к ослаблению позиций доллара как лидирующей валюты и к изменению финансовой архитектуры мира.

Главный вызов, бесспорно, будет исходить от евро, обладающего многими преимуществами из тех, что присущи доллару, но при этом характеризующегося меньшими рисками.

Однако в способности выполнять одну немаловажную функцию резервной валюты, а именно служить средством накопления стоимости и удовлетворять потребность стран мира в ликвидности, евро, похоже, будет еще длительное время уступать доллару. Поэтому наиболее вероятным представляется такой сценарий развития валютных отношений, при котором ускорится процесс диверсификации официальных валютных резервов в направлении к увеличению доли евро и других резервных валют и уменьшению доли доллара. Постепенно будет развиваться многополюсная финансовая архитектура мира. Соотношение мощи валют во многом будет зависеть от глубины и длительности текущей экономической нестабильности в мировой экономике, а также от эффективности действий правительств по ее преодолению.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Кондратов Д.* Глобальные дисбалансы в мировой экономике // Общество и экономика. 2014. № 1. С. 22-50.
2. *Кондратов Д.* Денежно-кредитная политика в странах Европы // Экономический журнал ВШЭ. 2011. Том 15. № 2. С. 202-236.
3. *Кондратов Д.* Международный рынок евро: проблемы и перспективы развития // Экономический журнал ВШЭ. 2013. Том 17. № 2. С. 264-300.
4. *Кондратов Д.* Становление российского рубля как международной валюты // Экономический журнал ВШЭ. 2012. Том. 16. № 3. С. 367-403.
5. *Faruqee H.* Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area // IMF Staff Papers. 2006. Vol. 53. No. 1. P. 63-88.
6. *Graff M., Bruneton A.* Les atouts de l'internationalisation du renminbi // Rev. Banque. – P., 2013. – N 757. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/article/les-atouts-internationalisation-renminbi>.
7. *Gao H., Yu Y.* Internationalisation of the Renminbi // BoK-BIS Seminar, Seoul. 2009. March 19-20. (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>);
8. *Hongyi C., Peng W., Shu Ch.* The Potential of the Renminbi as an International Currency // BIS, Asian Research Programme. February 2009 (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>);
9. *Hoshen R.* Policy and Agenda. The Danger of a Global Economic Tidal Wave // Media. - December 14, 2006. - P. 1-8. - Mode of access: <http://www.omeia.org/ShowArticle.asp?DynamicContent11-1972&MenuID-726&Thread11>.
10. *Jen S.* Q&A on the Reserve Currency Status of the USD // Global economic forum. – April, 21, 2008. – P. 2 – Mode of access: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080421Mon.html>
11. *Leboucher S.* Internationalisation du yuan : les places occidentales en ordre de bataille // Rev. Banque. – P., 2013. – N 749. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/breve/internationalisation-yuan-les-places-occidentales>
12. *McCauley R.* Renminbi Internationalisation and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. 2011. December. P. 41-56;
13. *Rajan R., Kiran J.* Will the Greenback Remain the world's Reserve Currency? // Intereconomics. 2006. Vol. 41. No. 3. P. 124-141.
14. *Snyder M.* 10 Reasons Why the Dollar's Reign as the World Reserve Currency is About to End // Seeking Alpha. – 2012. – May 1. – Mode of access: <http://www.seekingalpha.com/article/459471-10-reasonswhy-the-dollar-s-reign-as-the-world-reserve-currency-is-about-to-end>.

**Дмитрий Игоревич  
Кондратов**

Дмитрий Игоревич Кондратов – ведущий научный сотрудник Сектора проблем участия России в мирохозяйственных процессах Института экономики РАН.