

ДОЛГИ И ДОЛЛАР

**Леонид Вальдман,
кандидат экономических наук, бизнесмен**

Несмотря на острый долговой кризис, позиции доллара по-прежнему очень сильны. Более того, некоторая дедолларизация мировой экономики скорее пошла бы на пользу Соединённым Штатам. И абсолютные, и относительные показатели американской задолженности впечатляют. Данные за 2009 год, недавно опубликованные Федеральной резервной системой США, показывают, что при ВВП в 14,3 трлн. долларов долг населения составляет 13,5 трлн., долги корпораций — 7,2 трлн., долги федерального правительства — 7,8 трлн. (с учетом системы социального страхования — 11,9 трлн.). Совокупная же задолженность (с долгами штатов, агентств и прочим) — 50,4 трлн. долларов.

Динамика долгов кризисного периода показывает, что рост правительственных долгов более чем компенсирует снижение задолженности в некоторых секторах экономики. Так, уже семь кварталов подряд снижается задолженность населения по ипотечным кредитам, хотя от пиковой величины она сократилась менее чем на 3 %. Целый год снижает свою задолженность финансовый сектор, в результате она уменьшилась на 8,4 %. А вот федеральное правительство за последние восемь кварталов увеличило уровень долга на 52,4 %.

Такой рост долгов правительства США не может не вызывать беспокойства. Понятно, что острая ситуация с долгами Греции, Испании, Португалии, Ирландии, Великобритании, Японии и других стран заслоняет американскую проблему. Но сам по себе размер долгов США и мрачные перспективы американской экономики угрожают вновь дестабилизировать всю мировую финансовую систему и мировую экономику в целом. Поэтому нет ничего удивительного в том, что, по сообщениям министерства финансов США, спрос на американские правительственные облигации в декабре 2009 года сократился на рекордные 53 млрд. долларов. Главная причина — сокращение Китаем своего портфеля облигаций на 34 млрд. долларов. Теперь первое место среди иностранных держателей американских правительственных бумаг вновь занимает Япония. Рынок моментально откликнулся на это сообщение подъёмом цены на золото.

Растут опасения, что для финансирования огромного американского долга может не найтись ни денег, ни желающих. Если спрос на американские правительственные облигации окажется недостаточным, неразмещённую долю облигаций скупит Федеральный резерв, что означает прямую монетизацию долга и «порчу» американской валюты. Разумеется, в таком сценарии хорошего мало. Следует, правда, оговориться, что ФРС всегда покупала довольно большое количество облигаций американского правительства и использовала операции с ними в качестве основного инструмента регулирования процентных ставок. Но в предполагаемых обстоятельствах размер таких операций может выйти далеко за пределы необходимого для целей монетарной политики и перевести режим финансирования дефицита бюджета из более или менее нормального в чрезвычайно опасный.

Всё это укрепляет позицию тех, кто ожидает резкого падения доллара. Но, прежде чем рассматривать гипотетические сценарии развития событий, давайте посмотрим, какую роль играет доллар в современной мировой экономике.

Зона доллара

В одном из последних номеров Current Issues, выпускаемого Федеральным банком Нью-Йорка, экономист банка Линда С. Голдберг приводит такие данные. На конец марта 2009 года бумажных долларов в мире обращалось на сумму более 890 миллиардов. Из них за пределами США ходило 65 %, или около 580 млрд. долларов. Три четверти всех 100 – долларовых купюр, 55 % всех 50 – долларовых купюр и 60 % банкнот достоинством 20 долларов обращалось за границей. Причем наибольшая часть оборота приходится на Россию, бывшие республики СССР и страны Латинской Америки. В сущности, увеличение массы наличных денег за границей выгодно США, поскольку представляет собой не просто беспроцентный кредит, но кредит с отрицательной процентной ставкой. Если вы держите сбережения в наличных долларах с намерением потратить их, скажем, через год, то ценность ваших сбережений за этот год не только не прирастет, но и сократится на величину инфляции. Уровень инфляции и будет равен уровню отрицательной процентной ставки на ваши сбережения. По расчетам ФРС США, такой инфляционный налог, иначе именуемый «сеньораж», приносит Америке 30 млрд. долларов в год, не считая расходов на поддержание обращения валюты. По существу, многие страны платят этот налог Америке за неспособность обеспечить достаточный уровень доверия собственных граждан к сбережению в национальной валюте. Но все вышесказанное касается наличных денег, которых намного меньше, чем безналичных, находящихся на счетах иностранных государственных учреждений, граждан, компаний, банков и прочих нерезидентов. Некоторые страны вообще пользуются долларами как законным средством платежа на своей территории. Государства, практикующие режим currency board, выпускают свою валюту, но в количестве, строго ограниченном имеющимся у них текущим запасом долларов США. Более половины всех валют жестко или почти жестко привязывают свои курсы к доллару США. В итоге совокупный валовой национальный продукт долларовой зоны, даже исключая США, составляет более трети мировой экономики. Свыше 86 % всех валютных сделок приходится на доллар, в то время как доля евро составляет лишь 37 % (понятно, что сумма всех сделок в процентном отношении равняется не 100, а 200 %, поскольку в каждой сделке участвуют две валюты). В долларах деноминированы 39 % всех эмитированных в мире долговых инструментов – облигаций, кредитов и т. п. В основном, это делают эмитенты Ближнего Востока, Латинской Америки, Азии и Тихоокеанского бассейна.

При такой роли доллара его хаотичное падение не может не вызвать глубоких потрясений мировой экономики в самой острой форме. Трудно представить себе детали такого процесса и сколько-нибудь надежные укрытия от его проявлений и последствий.

Ясно, что для самой Америки эрозия доллара является стратегически опасной тенденцией. Если доллар перестанет быть основной резервной валютой мира, то США потеряют значительную часть изоляции от валютных потрясений в мировой экономике, утратят способность осуществлять трансмиссию своей финансовой стратегии и монетарной политики в другие страны, интернационализировать собственные кризисы. Да и просто финансировать собственные долги будет намного труднее. Сейчас США практически защищены от дефолта по своим обязательствам, поскольку все заимствования осуществляют в национальной валюте. Но с утратой нынешнего статуса доллара возрастает вероятность заимствования и в иностранных валютах. И воспользоваться печатным станком стран - эмитентов этих валют США не смогут, что весьма и весьма дисциплинирует.

Если представить себе, что доллар утратил статус основной резервной валюты, то под вопросом окажется само понятие «резервная валюта». После азиатского кризиса, в котором быстроразвивающиеся страны Юго-Восточной Азии столкнулись с глубоким несоответствием между динамикой своих экспортных секторов и национальных финансовых систем, стало необходимо быстро и решительно укреплять национальные

валюты, аккумулируя невиданные ранее резервы центральных банков. Чем больше столь солидной валюты, как доллар, на балансе центрального банка, тем более вызывающей доверие выглядит национальная валюта, этим банком эмитируемая. Это было золотое время для правительства США, которое могло обеспечить новых коллекционеров долларов все новыми и новыми выпусками своих долговых инструментов. Но если доллар перестает быть солидной валютой, то непонятно, почему его обильные запасы должны укреплять доверие к национальным валютам стран, их аккумулирующим. Скорее, наоборот: чем больше этого быстро дешевого добра на балансе банка, тем более ненадежным выглядит обеспечение национальных валют.

Но если перестать накапливать доллары в качестве резервов центральных банков, то чем их заменить? Евро? Золотом? Юанем?

Явных конкурентов нет

Переживаемый сейчас греческий кризис демонстрирует фундаментальные слабости евро, связанные с постепенностью реализации европейского проекта. Евро должен пройти этот первый серьезный в своей – короткой еще – истории кризис, чтобы доказать долгосрочную жизнеспособность. Кроме того, евро отражает и целый ряд проблем европейской экономики, во многом сходных с американскими.

Золото в современном мире – это особый товар, отображающий уровень страхов, паники. Чем меньше вера инвесторов в жизнеспособность западной финансовой системы, тем выше цена на золото. Но на страхе нельзя построить новый финансовый порядок. А надежды на возвращение к золотому стандарту, когда-то определявшему функционирование мировой экономики, на мой взгляд, малоосновательны. Этот кризис не является завершением эры эмиссии денег, обеспеченных лишь доверием их держателей. Он завершает эру самых возмутительных злоупотреблений таким доверием. И все мы станем свидетелями того, как логика событий будет заставлять подводить черту под этой практикой злоупотреблений. Может быть, это произойдет не сразу, но произойдет непременно.

Время юаня или валюты любой другой быстрорастущей страны, на мой взгляд, ещё не наступило. Чтобы стать новой мировой резервной валютой, мало иметь быстроразвивающуюся экономику. Капитал пуглив и недоверчив. Надо создать для него наиболее комфортные условия. Инвесторы должны спокойно себя чувствовать, приобретая, храня и продавая эту валюту. Их операции с валютой должны быть совершенно свободны и выполняться без сбоев. Их права как нерезидентов должны быть надежно защищены наряду с правами резидентов страны – эмитента валюты. Нужна высокоразвитая, глубоко эшелонированная и специализированная финансовая инфраструктура, способная предоставить держателям этой валюты весь спектр финансовых услуг, да ещё и в условиях высокой конкуренции. Пока такая инфраструктура и правовая среда существуют только в развитых странах «семерки», что и позволяет им привлекать свободные капиталы всего остального мира и управлять мировыми финансовыми потоками, извлекая из этого неисчислимы экономические преимущества.

В отсутствие мировой резервной валюты вся система международных расчетов становится невероятно сложной и хаотичной. Представьте себе центральный банк, имеющий на своем балансе валюты нескольких десятков стран. Ценность этих валют может колебаться в широком диапазоне, их обращение подчас может быть ограничено двухсторонними торговыми связями. Плюс к тому надо принимать во внимание монетарную политику и экономическую конъюнктуру стран - эмитентов этих валют.

А что делать, когда у вас хронический переизбыток не находящей использования одной валюты наряду с острой нехваткой другой? А в какую проблему может превратиться управление корреспондентскими счетами? И так далее, и тому подобное.

Трудно представить себе, чтобы центральные банки, похоронив гегемонию доллара, не возмечтали о какой-нибудь другой универсальной валюте.

В сущности, ситуация напоминает историю самих денег. Когда-то люди меняли мешки пшеницы на топоры, чтобы в другом месте обменять их на соль. Вместо того чтобы заниматься вечным поиском справедливой меновой стоимости всех этих товаров и таскать сами товары с собой, люди придумали всеобщий товар, на который можно было поменять и пшеницу, и топоры, и соль. Этот товар – деньги. Тем, кто ещё не забыл бартерную экономику перестроечных лет, здесь ничего объяснять не надо. Стабильные и всеми принятые деньги – это удобно.

Неудивительно, что, когда разнообразие денег становится слишком большим, неудобства положения будут стимулировать поиск всеобщего согласия относительно нового эквивалента стоимости. Может быть, это приведет к становлению новой мировой валюты, эмитируемой, скажем, Международным валютным фондом. Может быть, это вернет статус мировой резервной валюты доллару, если он сможет убедить всех, что «он уже исправился и больше так не будет».

Другим путем

Поворотной точкой, в которой возобновился рост фондовых рынков во всем мире, стало совместное заявление министерства финансов США и совета управляющих Федеральной резервной системы в марте прошлого года, суть которого сводилась к заверению, что власти больше не дадут обанкротиться ни одному крупному финансовому учреждению, чего бы им это ни стоило. В тот момент, когда на волоске висела судьба таких гигантских финансовых институтов, как *Citigroup* и *Bank of America*, подобное заявление означало, что правительство де-факто готово национализировать рыночные риски путем неограниченного использования печатного станка. Разумеется, рынок воспрянул духом и начал длинный путь наверх.

Кто первым возмутился, так это китайские власти, посчитавшие новую американскую политику прямой угрозой ценности своих долларовых накоплений. Их реакцией стала попытка диверсифицировать валютные резервы. Китай начал сверх всякой физической потребности скупать по всему миру нефть и другое сырье, поскольку правительство США вольно создавать сколько угодно долларов, но оно не может так же легко увеличивать физические объемы полезных ископаемых. Залив все имеющиеся резервуары нефтью, Китай начал строить новые для создания стратегического запаса.

(Примеру Китая кое-где стали подражать, но только не в нефтедобывающих странах. Для них и вовсе было бы глупо извлекать нефть из скважин и переливать в другую «посуду», неся немалые издержки без всякой прибыли.)

По прошествии пары кварталов таких китайских усилий по диверсификации резервов выяснилось, что долларов на балансе Центрального банка Китая стало больше прежнего. Одной из причин было некоторое оживление китайского экспорта после летне-осенней стабилизации в Америке. Другая причина более интересна.

Мощная кредитная накачка Федерального резерва позволила наполнить сундуки крупных финансовых институтов в США. Эти деньги не находили, да и сейчас не находят широкого применения в американской экономике. Там все меньше и меньше надежных заёмщиков, равно как и желающих их кредитовать американских банков. Поэтому нет ничего удивительного, что эти горячие деньги отправились искать более перспективные места на карте планеты. И тот же Китай первым ощутил влияние хлынувшего потока, быстро взметнувшего и китайский фондовый рынок, и китайский сектор недвижимости, вздувая там и там новые пузыри.

Верный своей стратегии привязки курса юаня к доллару, Центральный банк Китая стал в возрастающих масштабах скупать поступающие в страну доллары и приобретать на них американские правительственные облигации, как и в докризисные времена. В

сущности, произошла слегка замаскированная монетизация американского долга (см. схему 1). О ней все бы говорили вслух, если бы Федеральный резерв напрямую покупал правительственные облигации США, но, действуя по цепочке через американские финансовые институты, китайские рынки и Центральный банк Китая, ФРС добилась по сути того же самого, не вызывая ничьих нареканий.

Плюсы дедолларизации

Но давайте представим себе, что, в силу фискального ли кризиса США, нарастающего ли протекционизма и деглобализации, возобновившейся ли рецессии, нового мирового финансового кризиса или каких-то иных мощных катаклизмов, мы стали бы свидетелями панического стремления избавиться от быстро дешевеющих долларов. Как этот процесс мог бы развиваться?

Вернемся, например, к попыткам Китая сократить объемы прибывающих в страну долларов. Помимо скупки сырьевых товаров, которая, как убедились китайцы, лишь в небольшой степени может помочь решить эту проблему, было активно задействовано еще одно направление: заключение долгосрочных инвестиционных контрактов в разных странах мира. Китай в 2009 году исключительно активно развернул прямое инвестирование и кредитование разных проектов в Африке, Азии, Латинской Америке, предоставляя для этих проектов весьма значительные долларовые средства в обмен на доступ к разработке интересующих его сырьевых источников и долгосрочные поставки сырья в Китай.

Это направление и вправду способно абсорбировать немалые валютные средства. Но приглядитесь, что при этом происходит. Если в результате подобной сделки, скажем, с Бразилией, Китай избавился от 10 млрд. долларов, то это никак нельзя считать процессом дедолларизации. Со счета КНР или уполномоченной ею структуры будут списаны эти средства и зачислены на счет бразильского государства или его уполномоченного агента. Общее количество долларов, принадлежащее иностранцам, от этого не изменилось.

Насколько уменьшится количество долларов у Китая, настолько возрастет у Бразилии, других стран и компаний Латинской Америки, Азии, Африки. Как говорится, от перемены мест слагаемых сумма не меняется. А что же должно произойти, чтобы она изменилась?

Очевидно, экономический обмен не между нерезидентами, а между резидентами и нерезидентами, то есть между американцами и неамериканцами. Вот если бы Китай заключил такую сделку в США, количество долларов, принадлежащих иностранцам, действительно сократилось бы. Но это означает, что процесс дедолларизации по сути своей равнозначен росту американского экспорта и сокращению американского импорта, иными словами, улучшению платежного баланса США.

Давайте теперь посмотрим, что всё это означает в цифровом выражении. Согласно статистике ФРС, по итогам четвертого квартала 2009 года (последние сведения) нерезидентам принадлежали американские активы на 15,4 трлн. долларов, а их обязательства составили 7,5 трлн. долларов. Таким образом, для того чтобы полностью избавиться от долларов, то есть ликвидировать долларовые активы и закрыть долларовые обязательства, нужно освободиться почти от 7,9 трлн. долларов. Что произойдет, если удастся хотя бы на 10% сократить эту сумму?

Валовой национальный продукт США вырастет по сравнению с 2009 годом почти на 5,5 %. Торговый дефицит США в размере 390 млрд. долларов сменится профицитом в 400 млрд. долларов. Для удовлетворения экспортных заказов американские компании в срочном порядке должны будут создать массу рабочих мест, причем именно в Америке, так как места, созданные за границей, не должны учитываться в рамках процесса дедолларизации. Значит, упадет высокий ныне уровень безработицы, а новые рабочие места дадут весьма значительную прибавку к доходам населения, что, в свою очередь,

очень резко усилит потребительский спрос и облегчит обслуживание рекордных потребительских долгов. Сбор налогов улучшится, а значит, и дефицит бюджета сократится. Ситуация с недвижимостью и плохими активами на балансах банков перестанет выглядеть столь угрожающей (см. схему 2).

Похоже, мир не мог бы оказать большей поддержки американской экономике, чем практикуя хотя бы частичное бегство от доллара. Да и само бегство при такой динамике, скорее всего, немедленно прекратится и сменится новым спросом на «зеленые», а золото просто рухнет.

А может быть, нарисованный сценарий избыточно оптимистичен и не учитывает возможностей мощной инфляции, заложенной в столь внезапно образовавшемся спросе на американские товары и услуги? Разумеется, инфляционный компонент здесь есть. Ведь для того, чтобы удовлетворить такой спрос, надо расконсервировать неиспользуемые мощности, нанять и обучить персонал, проплатить контракты поставщикам и субподрядчикам. Но все же эта инфляция не страшна, поскольку носит лишь стартовый, а не системный характер и легко поддается лечению обычными средствами монетарной политики.

Особо выделить в анализе этой гипотетической ситуации следует то, что подобная попытка дедолларизации может оказаться намного более эффективным средством стимулирования американской экономики, чем те, что используют администрация и ФРС. Когда власти объясняли народу, зачем они тратят огромные средства налогоплательщиков на спасение финансовых институтов, то главным аргументом было обеспечение кредитования экономики. Разумеется, без возвращённой из реанимации финансовой системы кредитовать экономику никак невозможно, но спустя полтора года после этих дебатов кредитование экономики продолжает сокращаться. И проблема не в том, что у банков сейчас нет достаточных средств (спасибо за заботу ФРС), но в том, что надёжные заёмщики сокращают спрос на кредиты, а ненадёжных банкам, ещё не списавшим полностью ранее понесённые потери, кредитовать как-то не хочется.

Спрос на кредит сокращается из-за неуверенности в конечном спросе. Так вот, дедолларизация и создает именно конечный спрос, хотя и непостоянный.

Трансформация мировых финансов

Разумеется, есть и ещё один канал дедолларизации, который мог бы помочь избавиться от этих денежных знаков даже быстрее. Это выкуп акций американских компаний у их американских владельцев. Ведь и в этом случае доллары нерезидентов переходят в руки американских резидентов. В таких операциях, особенно в отношении компаний, бизнес которых не так уж сильно связан с американским рынком, есть немалый смысл.

В ходе глобализации не только значительно возросло количество транснациональных компаний, но и доля бизнеса, генерируемого за границами США, сильно увеличилась. Такие компании могли бы предоставить новым владельцам доступ ко многим направлениям стратегий национального экономического развития. Так почему же не пойти по этому пути? Ну, на самом деле отчасти всё это уже реализуется, хотя бы в отношении компаний финансового сектора.

В последние два года для укрепления сильно сократившегося собственного капитала многие киты финансового бизнеса США были вынуждены продавать и значительные доли собственных акций, и большие куски принадлежащих им бизнесов и совместных проектов по всему миру.

Но поглощения контрольных пакетов крупнейших американских корпораций всё же пока не происходило. Объясняется это острой приснопамятной аллергической реакцией Конгресса США на такие попытки, предпринятые китайскими и арабскими инвесторами несколько лет назад. Это отбило охоту пробовать. Но всё же нельзя исключить

возможности того, что данное направление вновь станет востребованным по мере изменения самооущения американцев в ходе мирового кризиса.

Возвращаясь к теме дедолларизации, следует подчеркнуть, что нарисованная картина, конечно, является гипотетической. Но её плюс в том, что она показывает, как всё непросто и неоднозначно в этом мире. При всей остроте кризисных явлений тектонические сдвиги, меняющие картину глобальной экономики и расстановку сил, не могут происходить быстро.

Глубокое противоречие между уже осознанной всеми потребностью в долгосрочном восстановлении макроэкономических пропорций, обеспечивающих стабильное развитие экономики, с одной стороны, и потребностью в спасении заигравшейся финансовой системы и краткосрочном стимулировании потребительского спроса, чтобы запустить экономический рост, – с другой, будет давать еще немало парадоксов и противоречивых решений как рынков, так и правительств.

И всё же будущее переустройство мировой экономики, скорее всего, станет уготовлять доллару более скромное место по сравнению с тем, которое он занимает сегодня, – просто потому, что экономические перспективы США не выглядят столь уж блестящими, а потоки инвестиций будут отражать в большей степени эволюцию финансовой инфраструктуры развивающихся стран.

Опосредованная монетизация государственного долга США

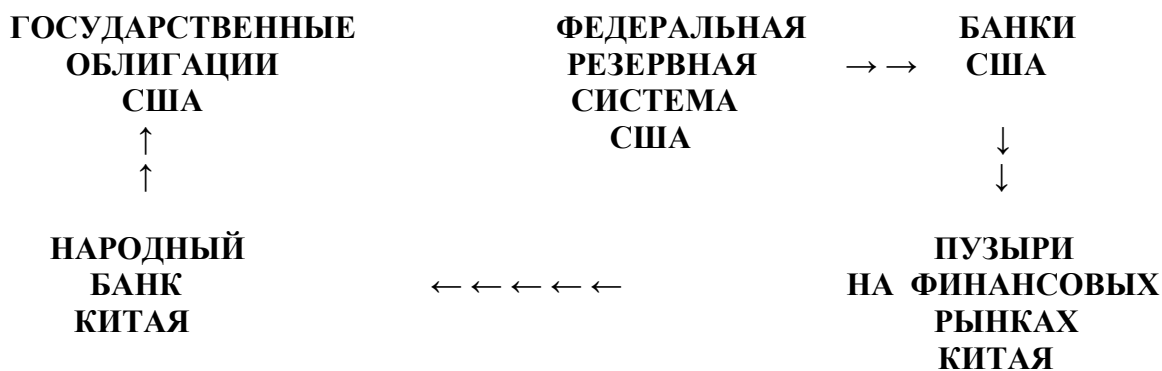


Схема 1

**Сценарий выгодной для США плавной дедолларизации
мировой экономики**

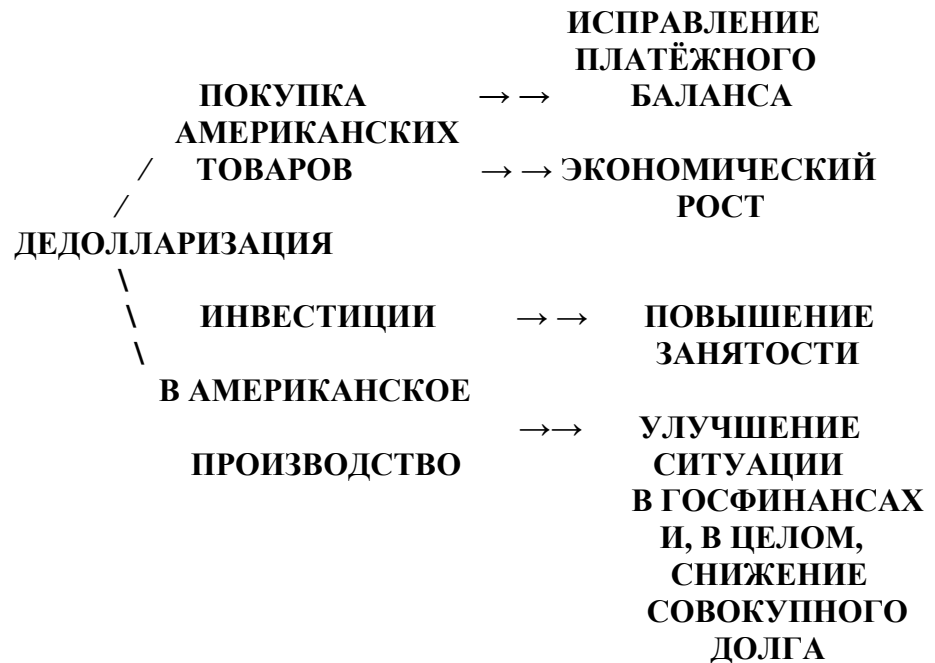


Схема 2

Примечание:

Статья отражает положения доклада, сделанного автором 14 апреля 2010 г. на заседании Клуба учёных. При подготовке статьи использована, с разрешения автора, его публикация в журнале «Эксперт»:
http://www.expert.ru/printissues/expert/2010/11/dolgi_i_dollar/