

© 2018

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник

Института экономики РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

СОВРЕМЕННАЯ МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЕ РАЗВИТИЯ

Проблема доллара как резервной валюты не стала бы столь злободневной в последние годы, если бы не ее непосредственная связь с усилением международных платежных дисбалансов – ростом дефицита платежного баланса США, с одной стороны, и увеличением положительного сальдо балансов многих других стран, особенно стран Азии и стран – экспортеров нефти, – с другой. Устойчивость такой ситуации целиком определяется готовностью центральных банков, в частности азиатских, накапливать свои резервы в форме активов США и тем самым финансировать дефицит платежного баланса этой страны. Экономические кризисы, спровоцированные нестабильностью финансовой системы США, еще больше обострили проблемы долларовой господства и поставили под вопрос устойчивость лидирующих позиций доллара. В данной статье рассматриваются возможные пути и механизмы перестройки мировой валютной системы на мультивалютный стандарт, а также перспективы доллара США как резервной валюты.

Ключевые слова: мировая валютная система, мультивалютный стандарт, наднациональная мировая валюта, золото, режим валютного курса, международный валютный фонд, мировой валютно-финансовый кризис, региональные валюты.

DOI: 10.7868/S0207367618060018

Текущее состояние и перспективы развития мировой валютной системы сегодня являются предметом активного обсуждения. Многие эксперты высказывают мнение, что в ближайшие годы ее ожидают серьезные изменения. Их движущим фактором является нарастающее несоответствие конфигурации современной валютной системы, сформировавшейся в основных чертах в середине прошлого века и базирующейся на долларе США как ключевой валюте, новой расстановке сил в мировом хозяйстве. С одной стороны, США вследствие хронических проблем в экономике, прежде всего так называемого “двойного дефицита” платежного баланса и федерального бюджета, в настоящее время располагают лишь ограниченными возможностями поддерживать лидирующие позиции 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.

Возможные пути и механизмы перестройки мировой валютной системы на мультивалютный стандарт, а также перспективы доллара США как резервной валюты рассматриваются в данной статье.

Мировые деньги как основной элемент валютной системы

Современный этап развития мировой экономики характеризуется заметным повышением нестабильности мировой валютной системы.

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.

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

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 начала 2009 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.

В то же время 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, нуждающимися 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, превышающего 18,7 трлн долл. Этот долг США является самым крупным в мире, отношение его размера к ВВП составляет 100,6%, что почти в более чем два раза меньше, чем у Японии и на 3 п.п. ниже, чем у стран зоны евро.

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).

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.

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

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро следующие преимущества¹:

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

¹ 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.

– 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 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 целом¹;

– 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 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

¹ *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. 2007. – Mode of access: <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html>.

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 стран 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. Нуайе¹, 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”. 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.

Является ли евро мировой валютой?

Роль евро как международной валюты во многом определяется действием следующих пяти факторов².

¹ *Noyer Chr.* La stabilité financière en Europe et dans le monde. — Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/2010/copenhagen.pdf>.

² *Bertuch-Savuels A., Ramlган P.* L'euro, monnaie mondiale? // *Problèmes écon. P.*, 2007. N 2926. P. 41–45.

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 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 авуары 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 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.

Размер и уровень открытости экономики. Чем крупнее и динамичнее народное хозяйство, тем потенциально больше ее влияние на мировую экономику. Зона евро, имея большую численность населения, чем США, и почти такую же экономику, в состоянии обеспечить евро важную международную роль.

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.

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику, в 2016 г. наблюдались существенные различия в темпах инфляции – от 1,8% в Бельгии до 0,3–0,4% во Франции и в Германии. 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 ЕЦБ¹ связывает усиление инфляционного давления с действием таких факторов, как относительный рост

¹ 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.

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 ликвидность¹, уменьшает транзакционные 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 ускорила, 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 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.

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.

¹ 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 М3).

Таблица 1

**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.

Таблица 2

**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.

Кроме того, в зоне евро отсутствует единая система банковского надзора, что препятствует оптимизации деятельности международных банков.

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%)¹.

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 (табл. 2).

¹ 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. Относительно благоприятная макроэкономических условий в регионе ЭВС в соответствии с требованиями Пакта стабильности и роста во многом способствует повышению доверия к евро и в определенной мере влияет на динамику его обменного курса по отношению к доллару в последние годы.

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

Основные показатели	2007 г.	2011 г.	2016 г.
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
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

Источник: ЕЦБ.

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. В настоящее время позиции, занимаемые евро на мировой арене, пока не соответствуют масштабам стоящей за ней экономики стран зоны евро. Доля евро в официальных резервах, в обслуживании международной торговли, обороте глобально валютно-финансовых рынков в большинстве случаев уступает доле доллара в полтора-два раза.

Международная экспансия евро осуществляется достаточно медленно, без радикальных изменений, а в ряде сегментов мирового финансового рынка доля евро в последние два-три года даже несколько сократилась (табл. 3). 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 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.

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%).

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.

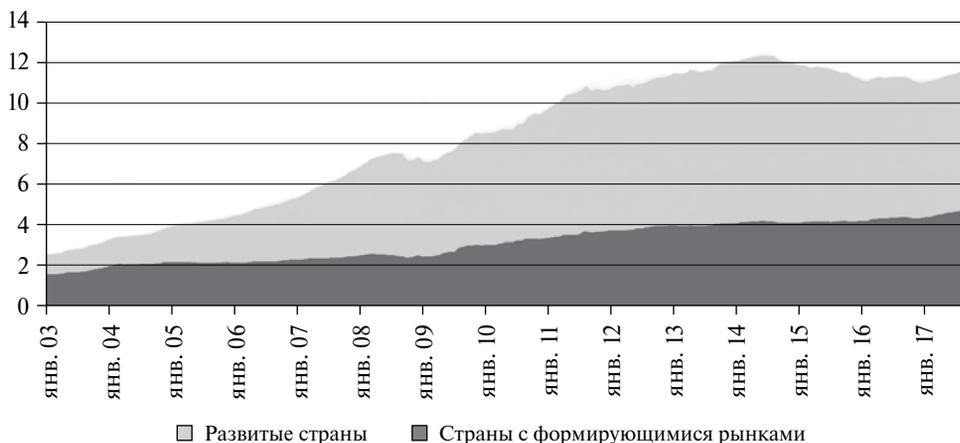
Вторым фактором является быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния зоны евро и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух 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.

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 (рис. 1 и рис. 2) приходилось более 80% из 11,67 трлн долл. накопленных во всем мире официальных валютных резервов



Источник: Международный валютный фонд

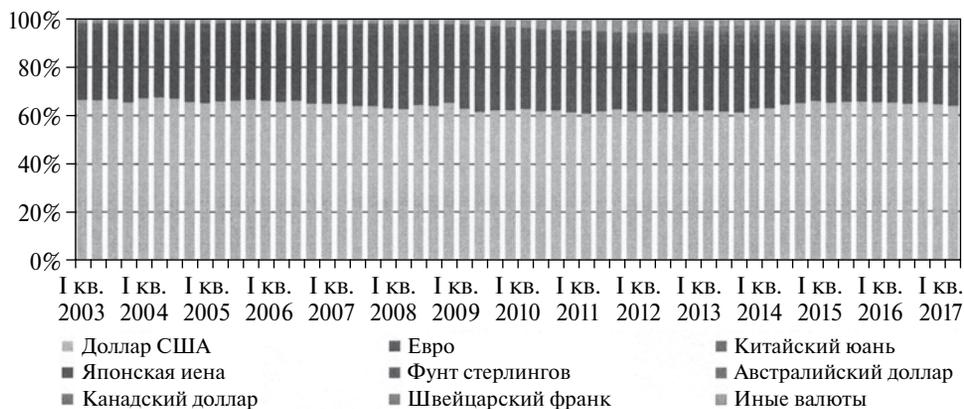
Рис. 1. Мировые международные резервы (за исключением золота), 2003–2017 гг., трлн долл.

(за 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.

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.



Источник: Международный валютный фонд

Рис. 2. Структура мировых валютных резервов, %

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.

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 продолжать 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.

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 валютами¹.

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

¹ *Адлер И.* Роль американского доллара в современной валютной системе: состояние и перспективы: дис. канд. эконом. наук. Российский университет дружбы народов // Москва, 2011. С. 66.

эмитентами-резидентами для инвесторов-резидентов в национальной валюте¹.

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%.

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 (рис. 3). 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 после исчерпания ресурса “эффекта введения евро” 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.

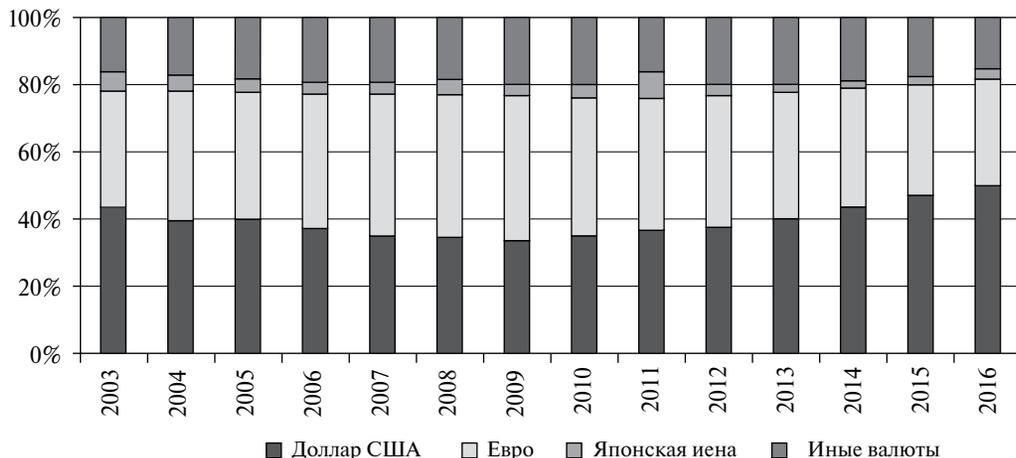
В сопоставлении с данными за 2010 г. произошла понижательная коррекция выпуска долговых обязательств в евро – на 15,2% (в 2014 г.), которая в 2016 г. продолжилась новым снижением на 9,5% (к уровню 2014 г.).

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 финансовый рынок.

¹ Там же.



Источник: ЕЦБ

Рис. 3. Структура выпуска международных долговых ценных бумаг (в широком определении), %

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.

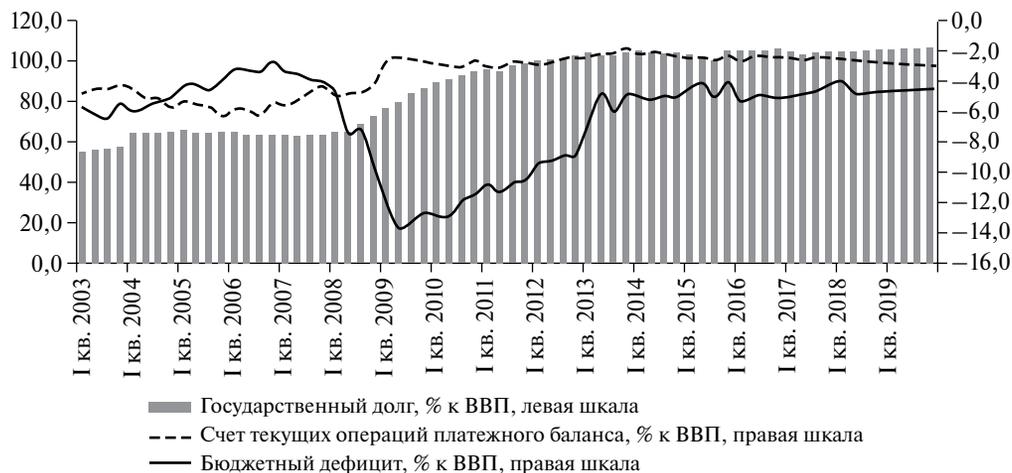
У долговых ценных бумаг, номинированных в долларах США эти доли почти равны, что свидетельствует о том, что американская национальная денежная единица одинаково востребована, как у резидентов США, так и у нерезидентов.

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.

Ослабление позиций доллара и последствия для мировой экономики

С начала 1990-х годов, когда США превратились в крупного должника по внешним платежам, а стоимость доллара стала постепенно понижаться, во многих странах усилилась озабоченность по поводу обесценения



Данные за 2018–2019 гг. – прогноз

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития

Рис. 4. Государственный долг, счет текущих операций и бюджетный дефицит в США, 2003–2016 гг. (% к ВВП)

резервов иностранной валюты, деноминированных в долларах. Так, 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

Как отмечает Р. Манделл, аналитик газеты “*Wall Street Journal*”, “было бы ошибкой не замечать, что устойчивые (с середины 80-х годов) дефициты платежного баланса США имели своим следствием превращение этой страны из крупнейшего мирового кредитора в крупнейшего должника... Тот факт, что американские доллары составляют превалирующие 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”¹.

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

Во-первых, увеличение дефицита США по балансу текущих операций, т.е. разницы между платежами, которые американцы получают от других стран (экспорт, услуги, проценты по зарубежным инвестициям) и их собственными выплатами этим странам (импорт, услуги, займы). В 2016 г. дефицит составил 451,7 млрд долл., или 2,43% к ВВП (рис. 4).

¹ *Rajan R., Kiran J. Will the Greenback Remain the world's Reserve Currency? // Intereconomics. 2006. Vol. 41. No. 3. P. 124–141.*

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

Израильский аналитик Р. Хошен полагает, что экспоненциальный рост долга связан с амбициозной внешней политикой и консервативным управлением экономикой¹. Под консервативным автор 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 платежного баланса 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.

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.

Во-вторых, озабоченность экономистов вызывает отсутствие перспектив сокращения дефицита, если не будут реализованы следующие условия: увеличены налоговые поступления, приостановлен рост военных расходов, найдено решение относительно финансирования быстро растущих социальных расходов. Американское правительство не может найти каких-либо других способов финансирования бюджетного дефицита, кроме как занимать деньги за рубежом.

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.

¹ *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/Show Article.asp? DynamicContent11-1972&MenuID-726&Thread11->*

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 валюты¹.

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 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.

¹ *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-reasons-why-the-dollar-s-reign-as-the-world-reserve-currency-is-about-to-end>.