

Предупреждающие выстрелы по доллару

«Недавние события представляют собой переломный момент», – заявил Марио Драги 14 мая на симпозиуме в Коимбре (Португалия). Односторонние действия, с помощью которых Дональд Трамп развязал тарифную войну против остального мира, «подорвали многосторонний порядок таким образом, что это трудно повернуть вспять».

Эти резкие суждения, прозвучавшие после 90-дневной приостановки самых разрушительных тарифов и после заключения Вашингтоном соглашений с Лондоном и Пекином, свидетельствуют о том, что временное перемирие, объявленное Трампом, не уменьшает тревогу в Старом Свете.

Хаос и необходимость

Европа, говорит Драги, подвержена влиянию Соединённых Штатов как напрямую (на США приходится более 1/5 её экспорта), так и косвенно, поскольку спад спроса в Америке, нанося удар по торговым партнёрам Европы, в итоге отражается и на ней самой. По данным ЕЦБ, косвенные последствия для еврозоны перевешивают прямые. *«И даже если торговая напряжённость снизится, неопределённость, скорее всего, сохранится и станет препятствием для инвестиций в производственный сектор ЕС».*

Драги, сначала как глава монетарной власти, а затем как автор Доклада о конкурентоспособности, взял на себя роль представителя общих интересов европейского империализма. Обеспокоенный тем, что *«с 2020 года мы потеряли нашу модель роста, нашу энергетическую модель и нашу оборонную модель»*, он видит в трампистском хаосе новую возможность для Европы. Драги говорит, что *«впервые, возможно, за тридцать лет»* вновь проявляются три фактора, *«обычно сопровождающие [...] значительные скачки в углублении интеграции»: «неустойчивость прежней системы»; «крупный геополитический шок»; «наличие плана действий».*

«Мы наблюдаем крупные институциональные переломы. Политический шок в Соединённых Штатах огромен. И он сопровождается полной сменой курса в таких странах, как Германия, и новой решимостью Еврокомиссии бороться с барьерами и бюрократией». По мнению Драги, недостающее звено, способное преодолеть ограничения, вызванные фрагментированностью европейского рынка капитала, – это создание общего европейского долга.

Налог в форме тарифа

Начался сезон предупредительных выстрелов. После объявления Трампом о супер-тарифах тут же сработала сигнализация: отреагировали фондовые рынки, казначейские облигации и курс доллара – все упали синхронно. Трамп приостановил своё наступление, но не свернул его окончательно. Бывший главный экономист Банка Англии Энди Холдейн увидел в паузе силу глобализации, которая заставляет протекционистов *«капитулировать быстрее, чем в прошлом: тарифы Смута – Хоули длились четыре года, тарифы Никсона – четыре месяца, худшие из тарифов Трампа – едва ли неделю».* Блестящее наблюдение, но универсальный тариф в 10 %, по-видимому, закреплённый в достигнутых соглашениях, уже в несколько раз превышает действующие ставки – его оспаривает ЕС, предлагая беспошлинную торговлю между берегами Атлантики. Новое предупреждение исходит от главы JPMorgan Джейми Даймона, сторонника тарифного перемирия, который не исключает нового краха фондового рынка, напоминая, что даже сниженный уровень пошлин Трампа *«довольно экстремален».*

Ещё один предупредительный выстрел прозвучал от Moody's, которое понизило рейтинг казначейских облигаций США на одну ступень. Два других рейтинговых агентства уже сняли рейтинг "AAA" с США: Standard & Poor's в 2011 году, а Fitch в 2023-м. По данным *Washington Post*, Moody's таким образом выразило своё несогласие с проектом федерального бюджета, который готовилась утвердить Палата представителей: он предполагает рост дефицита с 6,4 % от ВВП в 2024 году до 9 % в 2035-м и увеличение чистого федерального долга с 98 до 125 % от ВВП. Трамповский популизм строится на ложной связи между торговым дефицитом, бюджетным дефицитом и тарифами: предполагается, что тарифы одновременно выровняют двусторонние торговые балансы и помогут финансировать федеральный дефицит, позволяя при этом провести масштабное снижение налогов.

Популистская сказка гласит, что тарифы на иностранные товары заменят налоги для американцев. Но тариф – это налог, включённый в цену импортных товаров, который будет платить американский потребитель.

Пекин, Лондон и долг США

Предположение о том, что торговое противостояние может перерасти в валютное, впервые появилось в кругах администрации Трампа. Широко обсуждалась гипотеза Стивена Мирана, ныне главного экономического советника президента, о некоем “соглашении Мар-а-Лаго”: оно должно было повторить сценарий соглашения “Плаза” 1985 года (обесценивание доллара и укрепление других валют), но привести к масштабной реструктуризации американского долга – за счёт партнёров.

Падение рынка облигаций США в начале торговой войны подняло вопрос о том, могут ли один или несколько иностранных кредиторов начать распродажу своих американских ценных бумаг. По словам *Le Monde*, министр финансов Японии Кацунобу Като упомянул «*карту, которая существует, но решение использовать её – это другое дело*», что было истолковано как явный намёк на объём американского долга, находящегося в руках Токио. Два дня спустя министр это опроверг. Китай, напротив, похоже, больше беспокоится по поводу того, что Вашингтон может использовать свой долг в ущерб иностранным держателям. Сочетание торговой войны и фискального кризиса может быть губительным.

Юй Юндин, бывший член комитета по денежно-кредитной политике Народного банка Китая, сказал *Financial Times*, что он считает план Мирана потенциальным дефолтом США: это «*огромная угроза для Китая, и мы можем в конечном итоге заплатить высокую цену*». Пекин давно начал медленную диверсификацию своих резервов. В мае Казначейство США сообщило, что в конце марта Китай опустился со второго на третье место по объёму казначейских облигаций. Это интересно по сравнению с траекторией Великобритании, которая в то же время поднялась на второе место с 779 млрд долларов казначейских облигаций. Подъём Британии в рейтинге держателей казначейских облигаций США начался с Брексита: с 2018 года по сегодняшний день Лондон утроил их объём. В тот же период Китай тихо продал 400 млрд долларов своих казначейских облигаций, оставив Токио в 2019 году звание первого держателя. Это был период антикитайской протекционистской кампании первого срока Трампа. С началом войны на Украине Китай стал свидетелем того, с какой скоростью страны НАТО могут заморозить активы – как это случилось с российскими. Относительное дистанцирование Пекина было компенсировано британскими покупками американских облигаций на сумму более 500 млрд долларов. Это аргумент, который премьер-министр Великобритании Стармер будет использовать в тарифных переговорах с Вашингтоном. После выхода из ЕС Лондон стремился к созданию атлантической зоны свободной торговли. Возможно, он получит тактическое преимущество от стратегического фиаско Брексита.

Срок жизни доллара

Ускоренное падение репутации Вашингтона порождает вопросы о перспективах доллара как мировой валюты. Этой проблеме посвящены две книги: “*King Dollar*” Пола Бластейна, бывшего журналиста *Wall Street Journal* и *Washington Post*, и “*Our Dollar, Your Problem*” Кеннета Рогоффа, бывшего главного экономиста МВФ и профессора Гарвардского университета. Название книги Рогоффа «*Доллар – наш, проблема – ваша*», – это знаменитая фраза министра финансов при администрации Никсона Джона Конналли, которая стала символом одностороннего подхода США к монетарной политике.

Оба автора анализируют противоречия американской валюты и экономики, но не видят признаков неминуемого риска: по их мнению, доллар всё ещё прочно держится в седле. Бластейн считает спекуляции на теме срока жизни доллара как мировой валюты бессмысленными. Рогофф в статье, написанной для *The Economist*, оценивает, что доллар останется доминирующей валютой по крайней мере ещё на два десятилетия, в то время как во введении к своей книге он писал, что его траектория может быть «*близка к середине своего пути*», а это означает ещё 80 лет доминирования. И это несмотря на то, что сам Рогофф считает: трампиистская система подрывает все институциональные столпы, которые

поддерживают доллар, и что это будет иметь последствия в виде большого взрыва инфляции и масштабной финансовой репрессии.

Совершенно иную картину трампицкого сезона рисует французский экономист Патрик Артюс, бывший руководитель исследований Natixis: он считает риск потери долларом своего статуса доминирующей валюты не только реальным, но и неизбежным; это станет очевидно при смене руководства ФРС – после ухода Джерома Пауэлла. ФРС, ориентированная на указания Белого дома, обесценит доллар, заставив его потерять свою роль доминирующей валюты.

Монетарная система не обрушится только из-за одностороннего решения центрального банка. Радикальное обесценивание доллара также означало бы обесценивание всех активов, номинированных в долларах. Реакция капитала может быть такой, что ответ на “День освобождения” 2 апреля покажется беззаботным праздником. Возможно, Артюс сознательно примеряет на себя роль Кассандры – предрекает катастрофу, чтобы предотвратить её.

Двадцать бурных лет

Однако и Бластейн, и Рогофф не верят, что жизнь доллара будет лёгкой. В интервью Мартину Вулфу из *Financial Times* Рогофф признаёт, что следующие два десятилетия жизни доллара будут *«бурными двадцатью годами»*, но не даёт ответа на вопрос, можно ли ожидать *«большего, возможно, худшего, потрясения»*. Бластейн видит проблемы и непредвиденные обстоятельства, возникающие прежде всего из-за ошибок правительства и из-за новшеств и сложностей платёжных систем. Рогофф прогнозирует эрозию американской валюты, которая постепенно потеряет долю влияния в легальной экономике в пользу евро и юаня, а также долю в теневой экономике, которая составляет 20 % мирового ВВП, в пользу криптовалют.

По мнению Рогоффа, самые большие проблемы возникнут внутри Штатов, *«из-за неустойчивой траектории долга»* и из-за искушений обеих американских партий вмешаться в полномочия центрального банка. Рогофф рассматривает юань как возможного конкурента доллара и считает, что он достиг пика своего доминирования, когда в 2015 году Китай внедрил более гибкие правила для своей валюты, что привело к изменению всех обменных курсов в азиатском регионе.

В отличие от европейских экономистов, в целом критически относящихся к “непомерной привилегии”, которую США получают от роли своей национальной валюты на мировом рынке, оба американских автора считают естественным, что страна, выпускающая универсальную валюту, использует её в своих интересах. Бластейн считает, что даже в многополярной монетарной системе ФРС всё равно будет нести окончательную ответственность за монетарную политику. Драмы европейских экономистов и ЕЦБ по поводу перехода к многовалютной системе и фатальные риски *«гегемонистского междуцарствия»* Чарльза Киндлбергера не трогают Бластейна. Единственная цитата историка финансовых кризисов, которую он приводит с сарказмом, – это прогноз, сделанный в своё время в ответ на постниксоновский шок: *«Доллар закончился как международная валюта»*.

Май 2025 г.