

Возможности для евро и юаня

Оценки международных институтов за период с апреля по июнь подтверждают замедление роста производства и торговли в мире. Всемирный банк прогнозирует падение роста мирового ВВП с 2,8 % в 2024 году до 2,3 % в 2025-м и резкое падение роста объемов торговли – с 3,4 до 1,8 %.

Основной причиной нового замедления стала *тарифная война*, объявленная Дональдом Трампом, который ввёл всеобщий минимальный тариф в размере 10 %. Неопределённости добавляет его фирменное “искусство сделки”, состоящее из резких шагов, отсрочек, перезапусков, откатов и пауз, что лишает политику ведущей державы предсказуемости. При этом именно она заплатит за это наибольшую цену: рост её экономики сократится вдвое – с 2,8 до 1,4 %. Еврозона плавает на уровне ниже 1 % с 2023 года и, по данным Всемирного банка, останется ниже этой отметки и в 2025-м, и 2026 годах. В то же время ОЭСР и ЕЦБ ожидают возвращения к 1 % в 2025 году. Рост экономики Китая снизится с 5 до 4,5 % (по оценке ОЭСР, до 4,7 %; по прогнозу МВФ – до 4 %).

Длительное замедление

Вторая причина – распространение государственного *долга*, повсеместно ускоренное ростом военных расходов – как ответ на усилившуюся угрозу войн, уже ведущихся, возможных или вызывающих опасения. Немаловажным сопутствующим фактором стало и увеличение процентных выплат по государственным долгам: в “развивающихся” странах проценты составляют треть дефицита государственного бюджета. Всемирный банк указывает, что замедление будет продолжаться в течение первых трёх десятилетий XXI века; “развивающиеся” страны снизят свои среднедекадные темпы роста с 5,9 до 5,1 и до 3,7 % в текущем десятилетии; темпы роста мировой торговли упадут с 5,1 до 4,6 и до 2,6 %. В Китае за три десятилетия рост торговли упадёт с 10,3 до 7,7 и до 4,8 %. Резкое замедление торговли после пандемии столетия и европейской войны (на Украине) ещё более способствовало экономическому национализму и перевооружению, которые расцвели уже в предыдущее десятилетие, и вызвало популистские ответы на глобализацию и реакцию ослабленного американского империализма на разрушительный для него рост китайского империализма. Третьей причиной замедления является спад *инвестиций*, отмеченный ОЭСР: инвестиции в “развитых” странах так и не вернулись ни на докризисную траекторию 2008–2009 годов, ни на доковидную. Пузыри, созданные банковскими системами и монетарными властями, которые закачивали фиктивный капитал по своему усмотрению на фондовые биржи и рынки недвижимости и обнуляли стоимость капитала, привели не к адекватному росту инвестиций, а к горам долга. По данным ОЭСР, после 2007 года средний уровень инвестиций по отношению к ВВП снизился с 2,5 до 1,6 % за год. В совокупности тарифы, долги и снижение инвестиций сократили потенциальный рост с 2 % в 1990-х годах до нынешних 1,3 %.

Монетарные войны

Мы часто упоминаем марксистский тезис о том, что торговые и промышленные войны не ограничиваются только своими сферами, а переплетаются с монетарными, финансовыми и обычными войнами. В 2008 году мы указывали на сочетание “открытых кранов” ФРС, противостоящей дефляционным ветрам глобализации, с долговыми обременениями и военными авантюрами Вашингтона в Ираке и Афганистане – как на условия, которые создали спекулятивные и ипотечные пузыри, лопнувшие в ходе мирового финансового кризиса. Мы резюмировали: «*От пузыря к пузырю, от войны к войне*».

Тарифная война и двухпартийный экономический национализм уже приводят к неожиданным валютным последствиям. Доллар ослаб, и “геополитические” потрясения, которые в иные времена делали его магнитом для испуганного капитала, не оживляют его. Теперь – при нынешнем уровне интенсивности кризиса порядка – этот капитал ищет другие убежища. Швейцарский франк вырос на 12 % с начала года, заставив центральный банк вернуть свою ставку к нулю. Ревальвация иены заставила Банк Японии приостановить начатый ранее разворот, направленный на выход из дефляционной эпохи. ЕЦБ за год восемь

раз снижал ключевую ставку, вдвое сократив её за один год (до 2,15 %), чтобы поддержать анемичный рост Европы в условиях вероятного ослабления американского спроса из-за тарифных войн, а также чтобы воспрепятствовать чрезмерному повышению курса евро. В то же время ФРС сопротивляется нападкам со стороны Белого дома, требующего резкого удешевления денег. Банк опасается инфляционных эффектов тарифов и «*большого и прекрасного*» бюджета, которого требует Трамп, а также ускорения падения курса доллара. Между тем к концу 2024 года золото вышло на второе место среди резервных активов мировых центробанков: оно составляет 20 % глобальных резервов, при этом за год было закуплено более 1000 тонн золота. Это позволило золоту неожиданно обойти евро (16 %), тогда как доллар по-прежнему остаётся на первом месте (46 %). Лихорадочная скупка золота и безумная спешка США по легализации и продвижению криптовалют под эгидой Белого дома и семьи Трампа дают представление как о жестокости, так и о беспрецедентном характере валютной войны в нынешнюю «*смену эпох*».

Ловушка Киндлбергера

Показательно, что золото – универсальный эквивалент *par excellence*, деньги без родины – молча выводится из состояния «*реликвии варваров*», до которого его низвела неконвертируемость доллара, чтобы стать одним из видов «*монетарного оружия*» – средством сдерживания по всем направлениям или крайней формой гарантии, не подлежащей санкциям со стороны противников или союзников. Среди экономистов и банкиров ходят разговоры о возможности того, что в ближайшие годы могут возникнуть условия для «*ловушки Киндлбергера*». Чарльз Киндлбергер описал ситуацию, возникшую в начале 1930-х годов, когда ни фунт, ни доллар не обладали в полной мере гегемонистской валютной ролью кредитора последней инстанции. Это состояние погрузило «*мир в депрессию*», чтобы затем бросить его во вторую мировую войну. Роберт Макколи, исследователь из Центра глобальной политики развития при Бостонском университете, попытался обновить эту концепцию в статье для *CEPR*, которую подхватила Джиллиан Тетт в *Financial Times*. Опасность, описанная Макколи, заключается в том, что ФРС может попасть под контроль сторонников *MAGA*, которые «*ненавидят снова спасать Европу*» (по выражению американского вице-президента Дж. Д. Вэнса). В случае кризиса «*ловушка Киндлбергера*» приведёт к тому, что ФРС больше не захочет играть роль кредитора последней инстанции, в отличие от того, как она действовала во время кризисов 2008 и 2020 годов, когда она активировала сеть постоянных или временных своп-линий с 14 центральными банками, предоставив в общей сложности более 1 трлн долл. ликвидности. По словам Макколи, сегодня нет восходящей монетарной державы, способной бросить вызов доллару. Но, пишет он, её можно было бы построить с помощью коалиции тех же 14 центральных банков – исключаяющей ЦБ Соединённых Штатов, – имеющих 1,9 трлн долл. в «*безопасных активах*» США, которые могут быть мобилизованы во время и в местах будущих кризисов. Гипотеза Макколи обходится без хозяина, правительства в Вашингтоне, которому придётся смириться с тем, что его «*безопасные активы*» будут свободно использоваться коалицией, из которой он исключён.

Лагард в Пекине

ЕЦБ пытается укрепить позиции своей валюты. Кристин Лагард очень активно продвигает идею о том, что наступил «*момент глобального евро*», представив эту концепцию сначала в Берлине в конце мая, а затем в статье для *Financial Times* в июне. Примечательно, с каким ускорением Банк Франции намерен продвигать этот процесс: 1 января 2028 года объявлено датой мобилизации для создания Союза сбережений и инвестиций, как это сделал Жак Делор, указав крайний срок для создания единого рынка (январь 1993 года) и единой валюты (январь 1999 года).

В своей речи 11 июня в Народном банке Китая (НБК) Лагард напомнила о нескольких кризисных этапах – между двумя мировыми войнами, во время «*холодной войны*» и в последние годы, – и извлекла некоторые краткие уроки, которые звучат критически по отношению к нынешней односторонней американской политике, но также открыты для возможных компромиссов. Лагард указала на три урока кризиса 1930-х годов: «*односторонние корректировки не смогли решить основные проблемы*»; «*без прочных*

альянсов для сдерживания хвостовых рисков напряжённость усилилась»; «протекционизм не предложил устойчивого решения». После Бреттон-Вудского кризиса Смитсоновское соглашение, последовавшее за Никсоновским шоком (1971) и предоставившее временное решение кризиса фиксированного курса, и соглашение “Плаза” (1985), установившее некоторые корректировки плавающих курсов с целью обесценивания доллара, не устранили коренные причины напряжённости, но помогли избежать «риска широкого сдвига в сторону протекционизма, который усиливался». Наконец, два урока из более поздних лет: «принудительная торговая политика не является устойчивым решением»; «мы должны стремиться к совместным решениям даже перед лицом геополитических разногласий: это означает, что как страны с профицитом, так и страны с дефицитом должны взять на себя ответственность и внести свой вклад». И в заключение – призыв к возможной многосторонности: «Работать с единомышленниками для заключения двусторонних и региональных соглашений, основанных на взаимной выгоде и полной совместимости с ВТО».

Китайское соглашение “Мар-а-Лаго”

Накануне заключения тарифного соглашения между Трампом и Си Цзиньпином китайский экономист Яо Ян, директор Китайского центра экономических исследований (CCER) при Пекинском университете, написал статью в *Project Syndicate*, в которой выразил свою поддержку валютному соглашению между США и их торговыми партнёрами, предложенному Стивеном Мираном, нынешним председателем экономических советников Дональда Трампа. Яо – один из китайских голосов, пользующихся свободой слова. Самым большим сюрпризом статьи является то, что наряду со спорным предложением Мирана о новом соглашении “Плаза” Яо принимает некоторые из его основных аргументов.

Пекинский экономист с пониманием относится к первому шагу плана Мирана – потоку «карательных тарифов», призванных заставить остальной мир принять монетарную перестройку вокруг обесценившегося доллара. Яо говорит, что «поскольку миру нужна резервная валюта, [...] предоставление её Америкой эквивалентно глобальному общественному благу. Поэтому вы можете думать о скоординированной девальвации доллара как о цене, которую остальной мир должен заплатить за это благо». Яо оценивает, что, исходя из соотношения китайского и американского ВВП, есть возможность для повышения курса юаня до 50 %, но что единовременного повышения на 15–20 % будет достаточно. Яо перечисляет преимущества для Китая: «эффект богатства», созданный ревальвацией валюты, увеличит потребление, что является основной целью правительства; ревальвированный юань будет действовать как тормоз для экспорта и впоследствии снизит напряжённость между Китаем и его торговыми партнёрами. Китай мог бы инвестировать в США и способствовать американской реиндустриализации, к которой так стремится Трамп; взамен Пекин мог бы добиться отмены 20 % пошлин, введённых во время его первого президентского срока.

Это предложение умиротворения, которое выражает волю части китайского руководства и отвечает желаниям значительной части американского истеблишмента, инвестировавшего и продолжающего инвестировать в Китай. Очевидно, что Яо не боится “японского эффекта”, возникшего после заключения соглашения “Плаза” и сопровождавшегося переоценкой иены, которая оказалась намного выше ожидаемой, что открыло японскому капиталу весь мир, но ценой неудержимого роста пузыря и падения страны в дефляцию в долгосрочной перспективе. К списку преимуществ, перечисленных Яо, следует добавить смягчение серьёзных препятствий, с которыми сталкивается интернационализация юаня; последняя могла бы найти в лице Вашингтона ускорителя или посредника. Но Яо осторожен и не принимает весь план Мирана целиком – особенно ту часть, которая предполагает гигантскую реструктуризацию американского долга за счёт партнёров – как друзей, так и врагов.

Июнь 2025 г.