

УДК 336.275.3

РОЛЬ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В ФИНАНСИРОВАНИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА США

© 2014 г. **П.А. Аксёнов***
Институт США и Канады РАН, г. Москва

Растущая зависимость экономики США от притока иностранного капитала является существенным риском для финансовой стабильности как самих Соединённых Штатов, так и мировой финансовой системы в целом. США – мировой лидер по абсолютному показателю государственного долга, который продолжает увеличиваться. При этом на долю иностранных инвесторов приходится около половины публичного долга.

Ключевые слова: *государственный долг США, приток иностранных инвестиций в США, казначейские облигации США.*

Ввиду относительно низкой нормы накоплений экономика США достаточно сильно зависит от притока иностранного капитала из стран с высокой нормой накопления (таких как Китай) для удовлетворения внутренних потребностей в инвестициях и финансирования дефицита федерального бюджета. Желание иностранных инвесторов вкладывать средства в американскую экономику и приобретать облигации госдолга помогают сохранять процентные ставки на достаточно низком уровне, что до недавних пор способствовало высоким темпам роста экономики Соединённых Штатов.

На рис. 1 приведены данные МВФ по уровню государственного долга по отношению к ВВП в % на 2013 г. и прогноз на 2018 год.

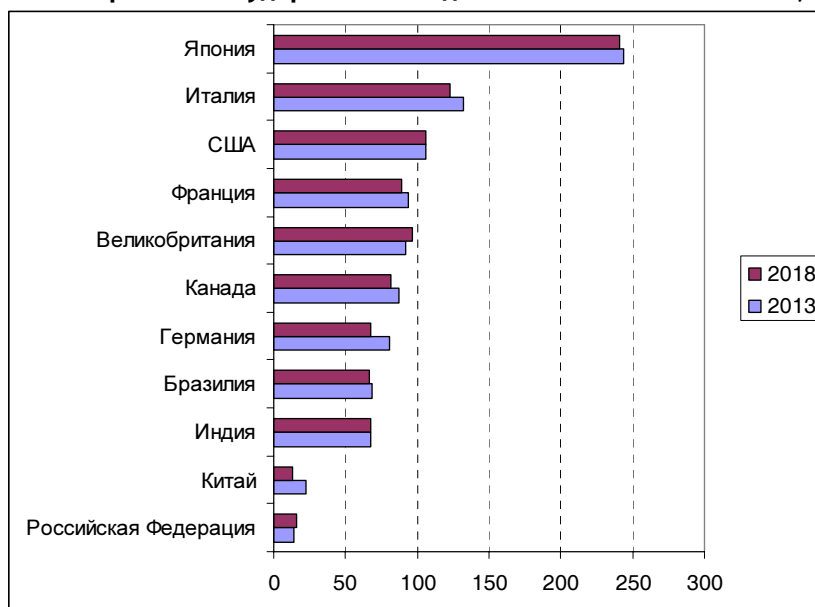
Уровень американского государственного долга в относительном выражении не является крупнейшим среди развитых стран, и показатель США почти в 2,5 раза меньше соответствующего значения показателя Японии, а также меньше значений ряда стран ЕС, в том числе Италии.

По размеру государственного долга в абсолютном выражении Соединённые Штаты и Япония являются лидерами с долями около 24% и 19,5% общей задолженности соответственно (рис. 2).

Что касается размера процентных выплат по государственным кредитам по отношению к ВВП, то США также не лидируют по данному показателю (рис. 3). По сравнению с 2001 г. в 2011 г. данный показатель в США снизился (с 3,2% до 2,3% ВВП). Схожая тенденция наблюдалась в большинстве развитых стран, за исключением Великобритании.

* АКСЁНОВ Павел Андреевич – кандидат экономических наук, научный сотрудник Центра социально-экономических исследований ИСКРАН. E-mail:pasha12098@mail.ru

Рис. 1. Уровень государственного долга по отношению к ВВП, %



www.imf.org/external/datamapper

Рис. 2. Рейтинг стран по размеру государственного долга, млрд. долл., 2012 г.

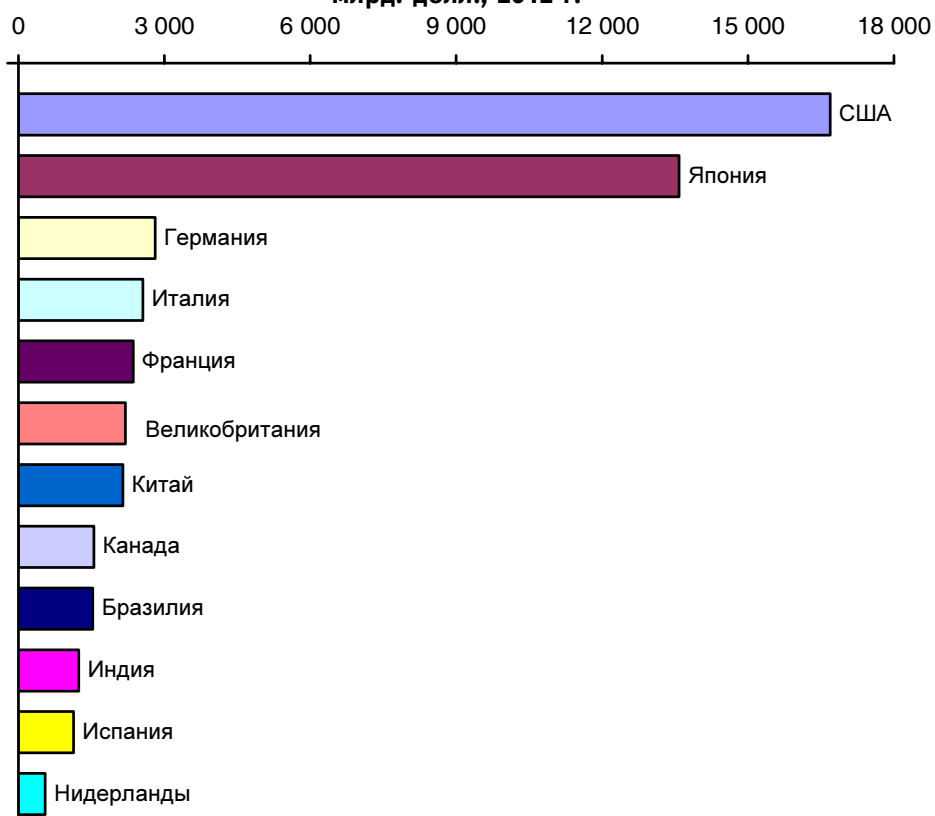
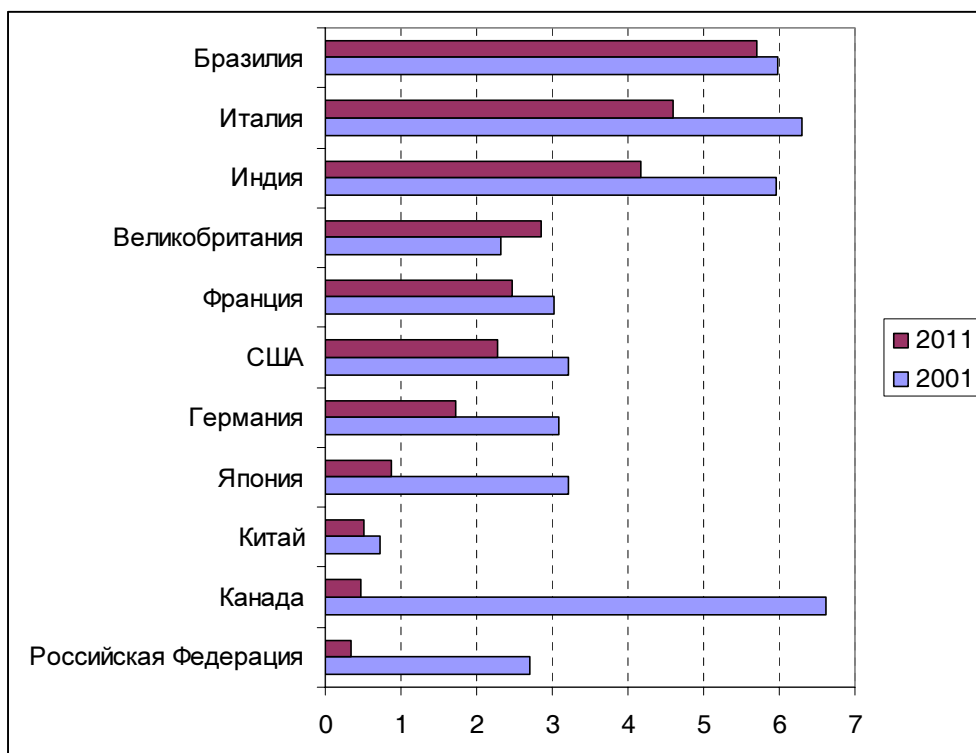


Рис. 3. Процентные выплаты по государственному долгу по отношению к ВВП

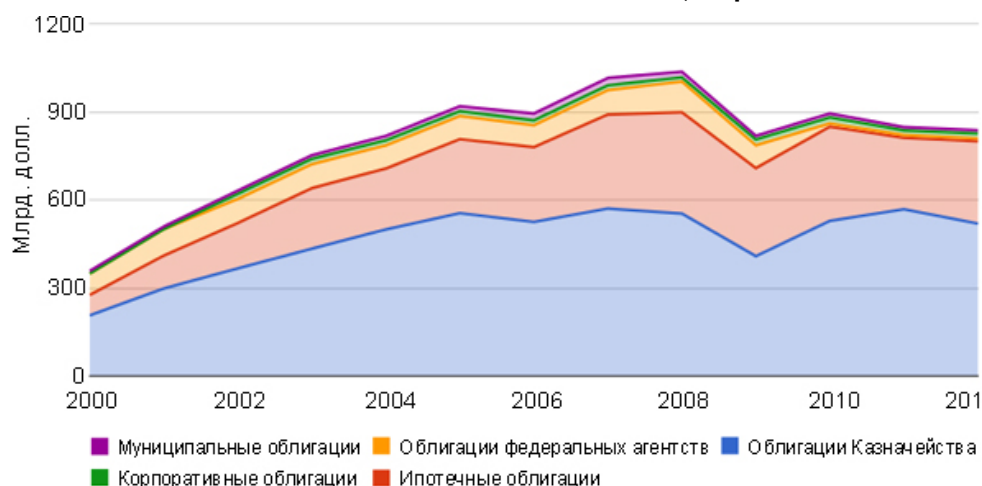


Тем не менее, многие экономисты утверждают, что зависимость экономики США от иностранного капитала стала одним из факторов образования пузыря на ипотечном рынке и последующего глобального финансового кризиса. Для анализа разницы между внутренними сбережениями и инвестициями обычно используется модель экономического роста Харрода – Домара, согласно которой существует прямая взаимосвязь между уровнем сбережений в стране и темпами роста ВВП в соответствии с уравнением $\Delta Y = Sy / k$, где k – капиталоемкость ВВП. Если предположить, что планируемые темпы роста ВВП США равны 5% ежегодно, а капиталоемкость ВВП – 4%, тогда необходимый уровень сбережений равен 20%. Если внутренние сбережения составляют только 13–14% ВВП, тогда недостаток сбережений составляет 6–7% ВВП. Если страна может восполнить этот недостаток иностранными финансовыми ресурсами, то намеченные темпы роста, вероятно, будут достигнуты. Таким образом, наиболее важный вклад иностранных инвестиций в национальное развитие – это восполнение недостатка ресурсов между намеченными инвестициями и местными сбережениями [1].

Запланированный бюджетный дефицит США в 2014 г. составит 744 млрд. долл., что гораздо меньше максимума в 1,4 трлн. долл., достигнутого в 2009 г. Для покрытия дефицита Министерство финансов (или Казначейство) выпускает и реализует облигации.

Общий объем федерального долга (или объем валового долга) – это сумма задолженности федерального правительства США по долговым бумагам Каз-

**Рис. 4. Среднедневные объёмы продаж на рынке
долговых обязательств США 2000–2012 гг., млрд. долл.**

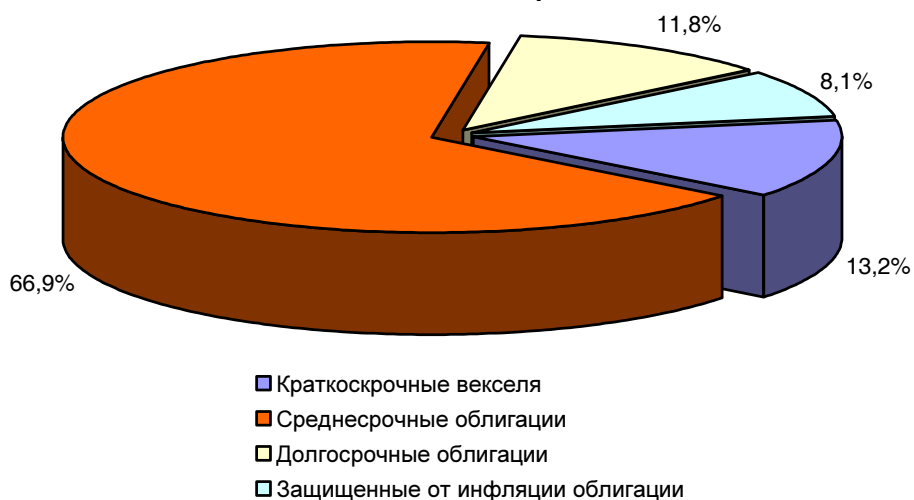


начейства и других федеральных министерств. При этом на долю казначейских облигаций в период 2009–2013 гг. приходилось более 99,8% общего долга. В свою очередь, казначейские облигации подразделяются на ликвидные, торгуемые на вторичном рынке, и неторгуемые облигации, которые зарегистрированы на покупателя, их нельзя продавать и необходимо держать до срока их погашения. На долю казначейских облигаций, торгуемых на рынке, в 2013 г. приходилось 96,7%. Существуют четыре типа рыночных казначейских облигаций: краткосрочные казначейские векселя (срок погашения до 1 года), среднесрочные казначейские облигации (срок погашения от 2 до 10 лет), долгосрочные казначейские облигации (срок погашения от 20 до 30 лет) и казначейские защищенные от инфляции облигации. К неторгуемым казначейским бумагам относятся серии облигаций штатов и местных органов самоуправления, серии бумаг правительства, выпускаемые для продажи целевым государственным фондам, а также облигации сберегательного займа.

Одной из главных причин высокого спроса на бумаги Казначейства США является их высокая ликвидность – инвесторы могут продать бумаги на рынке в любое время. Объем торговли казначейскими облигациями составлял более половины рынка долговых бумаг США в период с 2000 по 2012 г. В частности, в 2012 г. среднедневной объем торговли казначейскими облигациями составлял 518,9 млрд. долл. (62% общего объема), облигациями ипотечных агентств США – 280,4 млрд. долл. (33,5%) (рис. 4). Объемы торговли казначейскими облигациями оставались на высоких уровнях даже в период кризиса 2008–2009 гг., когда на рынках была неопределенность по поводу финансовой стабильности. Облигации Казначейства США сохраняли статус надежного инвестиционного инструмента.

Федеральный долг, объем которого на январь 2014 г. составлял 17,340 трлн. долл., образуют две основные составляющие: 1) публичный долг (держателями облигаций являются инвесторы, не относящиеся к федеральному правительству); 2) внутригосударственный долг (основными держателями являются целе-

Рис. 5. Распределение публичного долга по типам рыночных казначейских облигаций на сентябрь 2013 г.



Treasury Bulletin (<http://fms.treas.gov/bulletin/index.html>).

вые государственные фонды, в том числе фонды пенсионного, медицинского и социального страхования).

По состоянию на январь 2014 г. объём публичного долга составлял 12,335 трлн. долл., внутрисредственного – 4,996 трлн. долл.

Стоит отметить, что доля внутрисредственного долга в общем объёме федерального долга США в 2005–2013 гг. уменьшилась с почти 42% до 28,8% за счёт увеличения в данный период публичного долга.

Публичный долг составляют государственные облигации, держателями которых являются частные и институциональные инвесторы, не относящиеся к федеральному правительству. Таким образом, объём долга отражает сумму заимствований федерального правительства, которое привлекается для финансирования текущих дефицитов. Держателями этого долга является широкий круг инвесторов, включая иностранных инвесторов, частных отечественных, ФРС, правительства штатов и органы местного самоуправления.

Распределение публичного долга по типам казначейских облигаций представлено на рис. 5. Основную долю, 67%, составляют среднесрочные облигации со сроком погашения от 2 до 10 лет.

Иностранные государства и зарубежные инвесторы являются держателями около половины публичного долга США. Чуть более одной пятой казначейских облигаций находится в портфелях у других правительственных органов, в частности у ФРС и правительств штатов и органов местного самоуправления. Держатели 15% облигаций – это паевые инвестиционные фонды, частные пенсионные фонды, а часть облигаций размещены в сберегательных облигациях и индивидуальных казначейских билетах. Банки, страховые компании, различные частные фонды, корпорации и частные инвесторы являются держателями оставшейся части публичного долга США.

Распределение объёма публичного долга США между основными держателями по состоянию на июнь 2013 г. (11 921,8 млрд. долл.) выглядело следующим образом:

- Иностранные держатели – 5 595,7 млрд. долл. (46,9%).
- ФРС США – 1 928,4 млрд. долл. (16,2%).
- Правительства штатов и органы местного самоуправления (включая их пенсионные фонды) – 767,7 млрд. долл. (6,4%).
- ПИФы – 924,4 млрд. долл. (7,8%).
- Частные пенсионные фонды – 478,9 млрд. долл. (4%).
- Банки – 301,6 млрд. долл. (2,5%).
- Страховые компании – 261,1 млрд. долл. (2,2%).
- Держатели облигаций сберегательного займа – 180,9 млрд. долл. (1,5%).
- Прочие (частные лица, государственные компании, брокеры и дилеры, банковские фонды доверительного управления, корпорации и другие инвесторы) – 1 454,6 млрд. долл. (12,2%).

В 2000–2012 гг. увеличилась доля публичного долга, держателями которой являются иностранные инвесторы, в то время как доли отечественных инвесторов, а также правительств штатов и органов местного самоуправления снижались.

Держателями почти 5 трлн. долл. общего федерального долга, относящегося к внутригосударственному, являются около 230 федеральных агентств и фонды под их управлением. Некоторые из них, например, Фонд социального страхования, получают дополнительный доход от налоговых поступлений, превышающий на текущий момент размер расходов, который они инвестируют в облигации Казначейства. Таким образом происходит перераспределение доходов между федеральными фондами и правительством. В случае если ведомствам потребуется продать облигации, правительству США необходимо будет либо поднять налоги и свернуть существующие программы, либо увеличить объём выпуска казначейских облигаций, для осуществления выплаты ведомствам.

Распределение объёма долга между федеральными агентствами на август 2013 г. (4,8 трлн. долл.) выглядело следующим образом:

- Фонд социального страхования – 2,764 трлн. долл. (57,6%).
- Управление кадровой службы – 826,8 млрд. долл. (17,2%).
- Пенсионный фонд Министерства обороны – 419,5 млрд. долл. (8,7%).
- Министерство здравоохранения и социальных служб – 260 млрд. долл. (5,4%).
- Фонд здравоохранения силовых структур – 189 млрд. долл. (3,9%).
- Министерство энергетики – 54,8 млрд. долл. (1,1%).
- Федеральная корпорация по страхованию вкладов – 33 млрд. долл. (0,7%).
- Министерство труда – 30 млрд. долл. (0,6%).
- Министерство финансов – 26 млрд. долл. (0,5%).
- Прочие программы и фонды – 260 млрд. долл. (5,4%).

Таким образом, если сложить объём казначейских облигаций, держателями которых являются Фонд социального страхования и прочие пенсионные

Рис. 7. Государственный долг США по категориям держателей, октябрь 2013 г.



Составлено на основе <http://www.gao.gov>.

фонды, в том числе частные, то почти половина федерального долга находится под управлением пенсионных фондов. Основной ущерб при возможном дефолте Соединённых Штатов по своим обязательствам придётся всё же на рядовых граждан, несмотря на значительную долю казначейских облигаций в портфелях иностранных инвесторов.

Будучи центральным банком, ФРС США несёт ответственность по государственным обязательствам и не имеет финансовой выгоды во владении ка-

значейскими облигациями. В течение 2007–2013 гг. объём в портфеле ФРС удвоился, что связано, в первую очередь, с программой количественного смягчения. Выкуп облигаций Казначейства со стороны ФРС стимулировал экономическое восстановление после рецессии 2009 г., а также поддерживал спрос на сами казначейские облигации и низкие процентные ставки.

По мере восстановления экономики ФРС заявляли о возможности сворачивать программы количественного смягчения, что вызвало рост ставок по десятилетним казначейским облигациям с 200-летнего минимума в 1,422% в июне 2012 г. до 3,01% в августе 2013 года.

Ведущий иностранный держатель казначейских облигаций – Китай с объёмом 1,305 трлн. долл. на октябрь 2013 г., второе место занимает Япония – 1,174 трлн. долл. В последние годы наблюдалось увеличение портфеля стран Карибского бассейна – до 290,7 млрд. долл. По данным Бюро международных расчётов, через эти страны, а также через Люксембург (133,3 млрд. долл.) и Бельгию (180,3 млрд. долл.) осуществлялась покупка казначейских облигаций странами-экспортёрами нефти и хедж-фондами, не желающими раскрывать своё местоположение.

Для зарубежных инвесторов, включая институциональные, облигации Казначейства США рассматриваются в качестве премиального безрискового и ликвидного актива. Американский доллар продолжает сохранять статус доминирующей мировой резервной валюты:

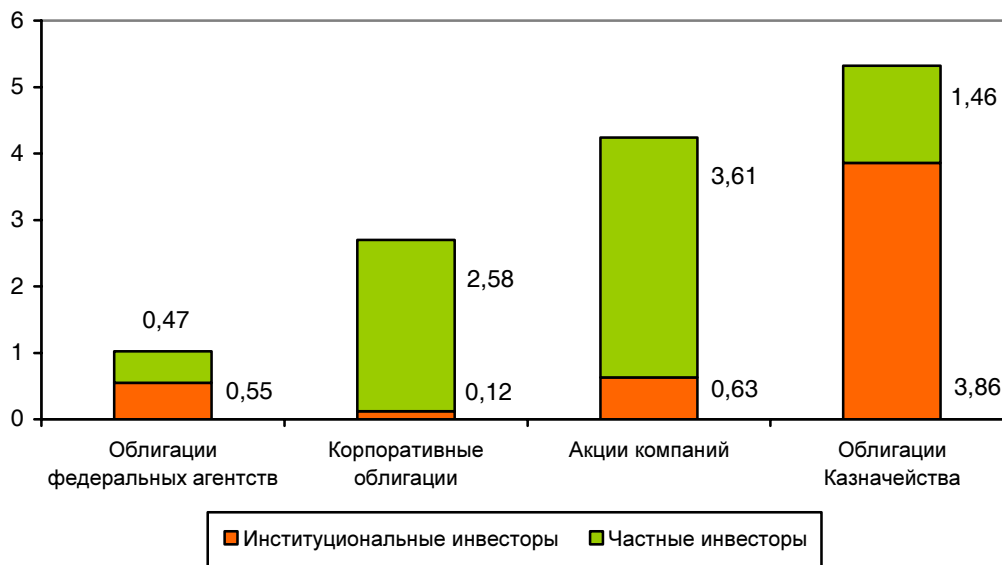
– доллар США был второй валютой в 87% международных валютно-обменных операциях в апреле 2013 г. (евро – в 33%).

– публикуемые международные валютные резервы большинства стран, по данным МВФ, размещаются преимущественно в долларах.

Как уже отмечалось, доля облигаций Казначейства, приобретённых иностранными инвесторами, увеличивалась в 2000–2012 гг., что было в рамках тренда, сохраняющегося с 1970-х годов. Увеличение доли иностранных инвесторов связано прежде всего с постоянным и растущим дефицитом федерального бюджета, а также с низкой нормой накопления в течение двух последних десятилетий по сравнению с предыдущим периодом. Тем не менее открытость экономики для международной торговли и инвестиций позволяет США осуществлять заимствования денежных средств, накопленных другими государствами, для финансирования инвестиций в большем объёме, чем это может позволить национальная норма сбережений. Инвестиции в США, в свою очередь, осуществляются в разные активы, включая облигации Казначейства, корпоративные облигации, а также в виде прямых инвестиций.

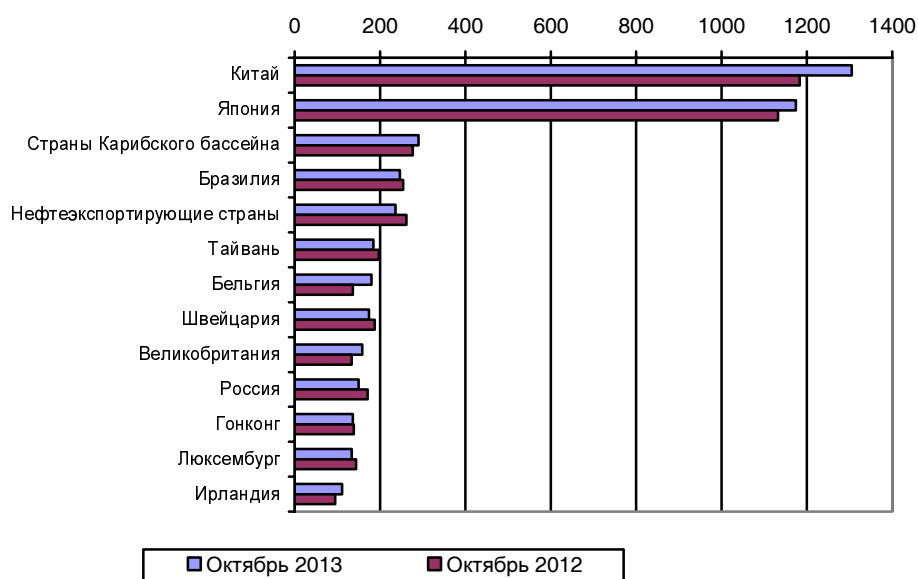
Согласно данным системы мониторинга движения капитала Казначейства США, на 30 июня 2012 г. иностранные инвесторы были держателями американских ценных бумаг на сумму около 13,3 млрд. долл. При этом чуть меньше половины составляли облигации Казначейства и федеральных агентств, таких как Фанни Мэй (*Fannie Mae*) и Фредди Мак (*Freddie Mac*), федеральных ипотечных банков, Системы кредитования фермерских хозяйств, Федеральной сельскохозяйственной ипотечной корпорации. Оставшаяся часть приходилась на долю акций и корпоративных облигаций.

Рис. 8. Институциональные и частные инвестиции в ценные бумаги США (июнь 2012 г.), трлн. долл.



Report of Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as 30.06.2012 (<http://www.treasury.gov/tiedata/Publish/shla2012r.pdf>).

Рис. 9. Ведущие зарубежные страны – держатели казначейских облигаций США 2012–2013, млрд. долл.



Составлено по: Department of Treasury, Major Foreign Holders of Treasury Securities Holdings (<http://www.treasury.gov/tricdata/Publish/msh.txt>).

Хотя касательно этих данных есть определённые ограничения, связанные с широко распространённым финансовым посредничеством. Данные Казначейств-

ва содержат информацию о стране-держателе облигаций или о стране, через которую была осуществлена транзакция, при этом владелец необязательно должен быть резидентом этой страны. Например, резидент Германии может приобрести казначейские облигации и разместить их под управлением швейцарского банка, который, в свою очередь, будет осуществлять операции через банк на территории США. Для отчетности американский банк отразит, что нефтеэкспортирующие страны по объёму инвестиций в казначейские облигации США заняли 4-е место с объёмом 290,7 млрд. долл. Бразилия находится на 5-ом месте – 246,7 млрд. долл. Следующие крупнейшие держатели облигаций Казначейства США – Тайвань, Бельгия, Швейцария, Великобритания, Россия, Гонконг с объёмами от 136 млрд. до 185 млрд. долларов.

Китай увеличил объём казначейских облигаций США в своём портфеле до 1304,5 млрд. долл. (по данным на октябрь 2013 г.), таким образом в течение года рост составил более 11%, что говорит об уверенности властей Китая в кредитоспособности экономики Соединённых Штатов. Спрос Китая на американские облигации возрос в результате увеличения объёмов валютных резервов в период с июля по сентябрь 2013 г. на 4,7% и политики Народного банка Китая по сдерживанию укрепления курса юаня. Поддержка низкого курса юаня относительно доллара обеспечивает конкурентные преимущества для китайского экспорта, делая его более дешёвым и стимулируя рост экономики Китая в целом. Стоит отметить, что в 2013 г. укрепление юаня к доллару составило 2,6%, и китайская валюта достигла своего 20-летнего исторического максимума в 6,0703 юань/долл. 10 декабря 2013 г. Таким образом, складывается взаимовыгодная ситуация, когда Китай, будучи крупнейшим иностранным кредитором американской экономики, стимулирует свой рост за счёт увеличения предоставляемого кредита.

Активность Китая на валютном рынке объясняется стремлением ограничить рост курса юаня по отношению к доллару (и другим валютам), что превратило Китай в мирового лидера по объёмам и темпам роста международных валютных резервов, которые составили 3,2 трлн. долл. США в июне 2011 г. [4]. Большую часть этих резервов Китай инвестировал в корпоративные и государственные ценные бумаги США, которые включают долгосрочные облигации Казначейства, долгосрочные облигации агентств (федеральных и финансируемых государством, занимающихся кредитованием ключевых секторов экономики), долгосрочные корпоративные облигации, акции компаний и краткосрочные облигации.

Облигации Казначейства США, используемые для финансирования дефицита федерального бюджета, составляют основную категорию ценных бумаг, которыми владеет Китай. Как уже отмечалось, в октябре 2013 г. их объём составил 1,305 трлн. долл., или около 23% всех облигаций Казначейства в иностранном владении. Ряд экспертов и политиков в США высказывают опасения, что Китай, обладая значительным портфелем американских облигаций, может прекратить их дальнейшую покупку или попытаться избавиться от значительной части этого портфеля; а его наращивание потенциально является рычагом воздействия на США по экономическим и политическим вопросам. С другой стороны, ввиду текущей ситуации в мировой экономике у Китая весьма мало

альтернативных вариантов инвестирования своих валютных резервов. И попытка продать значительный объём облигаций приведёт к резкому снижению их курса и дальнейшей дестабилизации мировой экономики, что также негативно скажется и на экономике Китая. Следовательно, можно предположить, что именно глубокая взаимозависимость экономик США и Китая не даёт КНР существенного рычага для воздействия на политику Соединённых Штатов.

Для США проблема в том, что Китай владеет крупным портфелем американских гособлигаций, является частью более широкого вопроса: каковы последствия того, что Соединённые Штаты в значительной степени полагаются на иностранные инвестиции в государственные ценные бумаги для поддержания стабильного экономического роста и финансирования бюджетного дефицита? С 2008 г. наблюдается рост частных накоплений в США на фоне роста бюджетного дефицита. Объём заимствований за рубежом сократился наполовину в абсолютном выражении с 2007 по 2009 гг., однако несмотря на последующий рост, текущие показатели находятся ниже пиковых. Таким образом, экономические диспропорции в США были не столько следствием непропорционального роста накоплений, сколько повышением уровня государственных заимствований с начала финансового кризиса.

Хотя правительство Китая официально не сообщает, какая часть валютных резервов размещена в долларах США, многие эксперты оценивают этот показатель в 70% [9]. Китай отдаёт предпочтение инвестированию в американские активы по определённым причинам. Во-первых, для поддержания эффекта на обменный курс юаня Китай инвестирует валютные резервы в государственные облигации США, номинированные в долларах. Во-вторых, США – крупнейшая экономика мира с самым большим рынком капитала. В 2009 г. совокупный объём выпущенных государственных и корпоративных облигаций равнялся 31,7 трлн. долл., что составило 34,4% мирового объёма долговых обязательств. Для сравнения, данный показатель в Японии составлял 11,9 трлн. долл., в Германии – 5,7 трлн. долл. В связи с этим сегодня американский рынок долговых обязательств является единственным рынком, который может абсорбировать значительную часть растущих валютных резервов Китая [2].

Одна из причин привлекательности американских облигаций для Китая заключается в том, что они считаются относительно надёжным и ликвидным инструментом по сравнению с другими видами инвестиций. И, наконец, облигации Казначейства США подкреплены гарантиями правительства о том, что выплата процентов и погашение будут осуществляться вовремя. Глобальный экономический спад и долговой кризис в еврозоне сделали гособлигации США ещё более привлекательными для Китая. Эти факторы стали причиной того, что доходность казначейских облигаций снизилась до рекордных уровней. В январе 2014 г. средние ставки по краткосрочным векселям, среднесрочным, долгосрочным и защищенным от инфляции облигациям были 0,085%, 1,809%, 5,053% и 1,025% соответственно.

По заявлению Государственной администрации Китая по валютным вопросам, основными принципами при инвестировании валютных резервов являются надёжность, ликвидность инструментов, рост стоимости, при этом надёжность – это основной принцип [5].

Модель двусторонних отношений между США и Китаем позволила правительству КНР, опираясь на доходы от растущего экспорта и инвестиции из Соединённых Штатов, добиться феноменальных показателей экономического роста. В то же время, США за счёт заимствований у Китая долларов, которыми они расплачивались за импорт, получили возможность финансирования внутренних расходов.

Китай продвигает свои интересы, увеличивая зависимость США от поставок продукции и капитала. США, в свою очередь, длительное время принимали данную ситуацию, не заботясь о выравнивании дисбалансов.

В связи с этим возникает ряд вопросов, в частности:

- имеет ли Китай, будучи крупнейшим кредитором, реальную возможность экономического давления на США?
- есть ли угроза того, что Китай может начать массовый сброс американских гособлигаций, который способен вызвать серьезные экономические проблемы?
- существует ли в данной ситуации возможность для давления на Китай по вопросу обменного курса юаня?

Эксперты также утверждают, что массовые покупки Китаем казначейских облигаций США были одним из существенных факторов развития ипотечного кризиса и последующей глобальной рецессии, так как данные инвестиции способствовали сохранению процентных ставок в США на низких уровнях и усиливали дисбалансы в мировой экономике. И подобные финансовые пузыри могут возникать в будущем, если не будут устранены дисбалансы в американо-китайских экономических отношениях. Низкие процентные ставки в США стали импульсом роста внутреннего спроса на недвижимость. Собственники недвижимости рассматривали растущую стоимость жилья как ресурс извлечения прибыли, которая направлялась на потребление. Рост внутреннего потребления стимулировал импорт, в том числе из Китая, что резко увеличило торговый дефицит США.

С другой стороны, китайские власти выразили беспокойство по поводу надёжности хранения столь крупных резервов в облигациях США, и, вероятно, Китай будет стремиться диверсифицировать свой портфель или проводить экономическую политику, направленную на замедление роста валютных резервов, что снизит потребность в покупке американских активов.

Значение китайского портфеля может быть оценено следующими показателями:

- 23% объёма казначейских облигаций в иностранном владении;
- 10,9% объёма облигаций, принадлежащих частным субъектам;
- 7,8% общего объёма федерального госдолга.

Размер процентных выплат, которые США производит Китаю каждый год, достоверно неизвестен ввиду того, что ценные бумаги Казначейства имеют разделения на категории, различные даты погашения и доходности, и официально не публикуется. Приблизительная оценка может быть дана на основе данных Министерства финансов США по процентным выплатам в 2013 г. (415,7 млрд. долл.) с учётом доли портфеля Китая. Приблизительные процент-

ные выплаты Китаю по казначейским облигациям составили 32,4 млрд. долл. в 2013 г., или почти 90 млн. долл. в день.

Вероятность того, что Китай начнёт резкие сокращения своего портфеля американских ценных бумаг, очень мала, так как это нанесёт вред прежде всего экономике самого Китая. Во-первых, массовые продажи приведут к снижению стоимости облигаций на международных рынках, что приведёт к серьёзным потерям при продаже и снизит стоимость оставшегося портфеля. Это произойдёт также при резком обесценивании доллара на мировых валютных рынках в результате массового сброса облигаций Китаем. Во-вторых, такое развитие событий снизит спрос на китайские товары на внутреннем рынке США как в результате роста курса юаня по отношению к доллару, так и по причине замедления роста американской экономики (в особенности, если другие иностранные инвесторы начнут продавать свои долларовые активы и США будут вынуждены поднять процентные ставки). Кроме того, если произойдет коллапс доллара, сократиться объём импорта США из стран основных торговых партнёров, что замедлит темпы роста их экономик. В конечном счёте это может повлиять на спрос на товары китайского экспорта в этих странах. В 2011 г. 21% объёма экспорта Китая приходилось на США. Резкое сокращение Соединёнными Штатами импорта окажет значительное влияние на экономику Китая, рост которой в значительной степени зависит от экспортных доходов и рассматривается правительством как источник политической и экономической стабильности.

Хотя, с другой стороны, падение доллара может нанести вред экономике Китая в краткосрочной перспективе в результате сокращения объёмов экспорта и занятости в ориентированных на экспорт производствах, но улучшит соотношение импортных и экспортных цен для Китая. Это приведёт к росту потребления в Китае, так как американский импорт станет дешевле, что, в свою очередь, послужит стимулом к созданию новых рабочих мест в других секторах экономики в результате роста покупательной способности.

Поэтому любое действие правительства Китая (намеренное или нет), которое может дестабилизировать ситуацию в экономике США, повлечёт за собой волну протекционистских мер со стороны Соединённых Штатов. Некоторые аналитики называют взаимозависимость США и Китая неким «балансом на грани финансового террора».

По мнению Дерека Сиссорса, научного сотрудника фонда «Наследие», финансовое влияние Китая всё-таки вызывает значительные опасения в США. Инвестиции Китая в экономику США преимущественно носят недобровольный характер, ввиду того, что нет альтернативных инструментов инвестирования таких значительных резервов [8].

Существует угроза в будущем, что США могут столкнуться с гигантскими дефицитами. Чем дольше продолжается текущая ситуация, тем менее привлекательными становятся облигации Казначейства, что смещает баланс в пользу влияния Китая. В результате, покупки Китаем американских обязательств станут необходимы США больше, чем Китай нуждается в этих облигациях, что является ещё одним аргументом за более жёсткий контроль над расходами федерального бюджета [11].

С точки зрения макроэкономических эффектов на инвестиционную активность и процентные ставки, неважно какой тип американских облигаций приобретается, когда иностранный капитал вливается в экономику США. Таким образом, надо учитывать приобретение всех типов ценных бумаг (не только облигаций Казначейства) при оценке влияния на экономику Соединённых Штатов [2].

Таким образом, Китай аккумулировал значительные средства в американских активах в последние годы, что является результатом заимствований США для финансирования бюджетного и торгового дефицитов. При всех прочих равных условиях инвестиции Китая в американские активы повышают спрос на данные активы, что снижает процентные ставки в США.

Если Китай прекратит покупки американских ценных бумаг, США необходимо будет искать других инвесторов (иностраных или местных). Новые инвесторы будут заинтересованы в приобретении облигаций с более высокими ставками, чем сегодня. По оценкам, в 2007 г. прекращение покупок американских долгосрочных казначейских облигаций Китаем привело бы к повышению процентных ставок на 50% [7]. Повышение процентных ставок привело бы к снижению, в первую очередь, инвестиционных расходов. В то же время, сокращение китайского облигационного портфеля приведёт к снижению спроса на американские активы на мировом рынке и понижению обменного курса доллара. Обесценивание доллара, в свою очередь, является фактором, который снижает торговый дефицит в результате снижения стоимости американского экспорта и повышения цен на импорт. Масштабы этих эффектов будут зависеть от объёма облигаций, которые продаст Китай. Небольшие сокращения портфеля окажут лишь незначительное влияние на экономику США, учитывая большую ёмкость финансовых рынков Соединённых Штатов.

Учитывая тот факт, что Китай является держателем самого крупного портфеля американских ценных бумаг, потенциальные сокращения этого портфеля могут быть также существенными. Если Китай решится на значительное сокращение портфеля, то эффект для экономики США будет также зависеть от того, станет ли это сокращение постепенным или единовременным. Согласно экономической теории, постепенное снижение торгового дефицита и обменного курса доллара не должно вызвать серьёзных проблем для экономики. Постепенное снижение может даже оказать положительное влияние на показатели роста экономики, так как снижение торгового дефицита имеет более сильный стимулирующий эффект на совокупный спрос в краткосрочной перспективе, чем снижение инвестиционных расходов. Исторический опыт США также подтверждает этот вывод: снижение обменного курса доллара на 40% в реальном выражении и постепенное сокращение торгового дефицита с конца 1980-х годов с 2,8% ВВП (в 1986 г.) до почти нулевого значения в начале 1990-х сопровождалось стабильным ростом экономики [6].

Потенциальные серьёзные проблемы в краткосрочном периоде могут возникнуть, если Китай пойдёт на резкое сокращение портфеля. Эффект от подобного сокращения может быть дополнен вполне предсказуемой реакцией финансовых рынков, когда все иностранные инвесторы начнут избавляться от американских активов. Первоначальные последствия – это резкое и значи-

тельное понижение курса доллара в результате повышения предложения доллара на мировых рынках, а также резкое повышение процентных ставок в США, так как рынок лишится важного инвестиционного ресурса для финансирования бюджетного дефицита США. Понижение курса доллара само по себе не способно вызвать рецессию, так как окажет снижающий эффект на торговый дефицит, что будет являться стимулом для роста совокупного спроса. В то же время, резкое падение курса доллара окажет негативный эффект на уровень жизни в результате роста цен на импортные товары для домохозяйств. Хотя этот эффект, который относится к ухудшению условий торговли, не отразится прямо на росте ВВП.

Эмпирические данные свидетельствуют о том, что для выявления всех эффектов от изменения обменного курса требуется время, поэтому доллар может упасть ниже ожидаемых уровней в целях достижения серьёзных сдвигов во внешнеторговом балансе в краткосрочной перспективе. Снижение курса доллара вызовет рост цен на импорт, что временно может повысить инфляционные ожидания. Данный эффект, вероятно, будет незначительным, так как объём импорта в 2011 г. составил лишь около 15,5% ВВП, и импортные цены будут расти постепенно в ответ на снижение курса доллара.

Тем не менее, резкое повышение процентных ставок может нивелировать положительные эффекты в торговле и вызвать (или усилить) рецессию. Значительное повышение процентных ставок может стать причиной проблем в экономике США, что, в свою очередь, снижает рыночную стоимость долговых ценных бумаг, влечёт за собой падение цен на фондовых площадках, а также ставит под угрозу платёжеспособность различных заёмщиков и кредиторов. Существует вероятность того, что финансовые ресурсы не переместятся достаточно быстро в экспортные секторы экономики. ФРС может смягчить рост процентных ставок за счёт снижения ставок по краткосрочным облигациям, хотя это лишь косвенно отразится на долгосрочных ставках и может усилить падение доллара и вызвать инфляцию.

Финансовые рынки испытали значительные потрясения начиная с августа 2007 г. В течение следующего года курс доллара снизился на 8% (с поправкой на инфляцию), и данное снижение само по себе не было разрушительным. Но кризис усиливался и распространялся на другие страны, в этот момент курс доллара начал расти. Процентные ставки на казначейские облигаций снизились почти до нулевого уровня под воздействием резко возросшего спроса со стороны инвесторов. Другие процентные ставки также сохранялись на низких уровнях, хотя доступ к кредитам был ограничен. Проблемы, с которыми столкнулись финансовые рынки США в прошедшие несколько лет, оцениваются многими экспертами как уникальные события. Если даже такие экономические трудности не повлекли за собой бегство капитала из американских активов и увеличения дефицита текущего счёта Китая и других стран, трудно предположить, что же может это вызвать.

Список литературы

1. *Давыдов А.Ю.* Иностранная инвестиция в американской экономике в XXI в. // Россия и Америка в XXI веке. 2007. № 3.

2. *Лебедева Л.Ф.* Иностраный капитал в экономике США. М.: Наука, 1982. 176 с.
3. *Elwell C.* The Depreciating Dollar: Economic Effects and Policy Response. Congressional Research Service. Washington, 2012.
4. Department of Treasury, Major Foreign Holders of Treasury Securities Holdings (<http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/mfh.txt>).
5. *Morrison W., Labonte M.* China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy. Congressional Research Service. Washington, 2011.
6. Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of 30.06.2012 (<http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/shla2012r.pdf>).
7. Testimony of Brad Setser before the House Budget Committee, Foreign Holdings of U.S. Debt: Is Our Economy Vulnerable? 26.06.2007.
8. Testimony before the U.S.-China Economic and Security Review Commission on China's Role in the Origins of and Responses to the Global Recession, by Derek Scissors, Ph.D. The Heritage Foundation. 3.03.2009.
9. The House Budget Committee, Foreign Holdings of U.S. Debt: Is Our Economy Vulnerable? 26.06.2007. P. 11.
10. Treasury Bulletin (<http://fms.treas.gov/bulletin/index.html>).
11. China's Limited Options on Treasuries // The Wall Street Journal. 16.03.2009.
12. <http://www.gao.gov>
13. <http://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/avg.htm>
14. <http://www.treasurydirect.gov/NP/debt/current>