



Платежный баланс США: конфигурация финансовых потоков и динамика валютного курса

Сергей Смирнов
ведущий эксперт центра развития, канд. экон. наук

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Перспективы изменения курса доллара по отношению к другим валютам и, в частности к евро, во многом будут определяться динамикой и конфигурацией финансовых потоков между США, Еврозоной, Японией и остальными центрами мировой экономики. В обобщенной форме платежный баланс США за 2002—2003 гг. представлен в таблице.

Анализ дезагрегированного платежного баланса США позволяет выявить следующие закономерности (см. табл.):

1. Отрицательная динамика торгового баланса США практически полностью (как это часто бывает и в других странах) определяет динамику всего счета текущих операций. Другие статьи этого раздела платежного баланса во времени почти не меняются (рис. 1).

К 2003 г. дефицит торгового сальдо США достиг 136 млрд долл., а счета текущих операций — 136,1 млрд долл. Именно такая сумма в долларах «ушла» из США в силу того, что американский импорт, формирующий предложение долларов (по текущим операциям), превышает американский экспорт, формирующий спрос на доллары (также по текущим операциям).

2. Главная причина нарастания дефицита торгового баланса заключается в резком повышении чистого импорта из стран Юго-Восточной Азии и Китая после кризиса 1997—1998 гг., когда валюты многих азиатских торговых

партнеров США заметно обесценились. Во время американского кризиса 2001 г. импорт в США из-за слабого внутреннего спроса (особенно на компьютеры и другие товары высоких технологий) снизился больше, чем экспорт из США. По этой причине в начале 2001 г. в нарастании дефицита торгового баланса США возникла пауза, которая, впрочем, оказалась не слишком продолжительной.

Торговое сальдо с Японией также отрицательно, но довольно стабильно, а в торговле с Еврозоной очевиден умеренный понижательный тренд (рис. 2).

Таким образом, расходуются американские доллары прежде всего на приобретение азиатских товаров, и для выравнивания торгового дефицита важны, в первую очередь, курсы доллара относительно валют этого региона. Обесценивание доллара относительно евро не должно слишком сильно сокращать американский импорт или стимулировать американский экспорт, что мы и видим по динамике этих показателей в настоящее время.

3. В силу самих принципов построения платежного баланса отрицательное сальдо по текущим операциям всегда покрывается поло-

Платежный баланс США					
Показатель	2002				2003
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.
Счет текущих операций	−3,7	−4,7	−5,1	−5,0	−4,6
Торговое сальдо	−3,8	−4,5	−5,1	−5,1	−4,8
Прочие текущие операции	0,1	−0,2	0,0	0,1	0,1
Сальдо капитального счета	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Инвестиции из США	−1,5	−5,0	1,1	−1,4	−2,9
Прямые инвестиции	−1,6	−1,5	−1,3	−0,9	−1,2
Портфельные инвестиции	0,2	−0,2	0,8	−0,2	−1,0
Прочие инвестиции	−0,1	−3,3	1,6	−0,3	−0,8
Инвестиции в США	5,7	8,6	5,4	7,4	7,0
Прямые инвестиции	0,4	0,1	0,6	0,5	0,9
Портфельные инвестиции	3,6	5,4	4,4	4,3	3,4
Прочие инвестиции	1,7	3,1	0,4	2,6	2,7
Изменение резервов	0,0	−0,1	−0,1	0,0	0,0
Пропуски и ошибки	−0,5	1,1	−1,4	−1,0	0,6

Расчитано по OS Bureau of Economic Analysis, Balance of Payments

жительной величиной, составленной из:

а) сальдо по капитальному и финансовому счетам;

б) прироста резервов¹. Принципиальное «невмешательство» властей США в курсовую динамику доллара имеет своим прямым следствием крайне незначительные изменения валютных резервов (рис. 3). За 10 лет (с начала 1994 г.) они снизились всего на 5,6 млрд долл. (в I кв. 2003 г. — выросли на 0,1 млрд долл.).

Отсюда следует, что своим побочным следствием эта политика может иметь возрастание потенциальной неустойчивости платежного баланса. Если с какого-то момента экономика США потеряет свою привлекательность для иностранных инвесторов, отрицательное торговое сальдо перестанет покрываться чистым притоком иностранного капитала. Вследствие этого возникнет риск резкого снижения спроса на доллары и, следовательно, радикального обесценения американской валюты.

4. С начала 1998 г. до I кв. 2001 г. рост чистого притока капитала был обусловлен, главным образом, ростом иностранных инвестиций в США. За это время их объем увеличился с 79 до 314 млрд долл. (рис. 4). В последние два года картина заметно изменилась. В среднем за II кв. 2001 г. — I кв. 2003 г. в экономику США ежеквартально поступало около 168 млрд долл., что почти на треть ниже среднеквартального уровня двух предыдущих лет (246 млрд долл. в среднем со II кв. 1999 г. по I кв. 2001 г.). При этом не наблюдалось ни понижающего, ни повышающего тренда, объем импорта капитала колебался примерно на одном уровне. Тем не менее, сальдо ввоза-вывоза капитала продолжало увеличиваться из-за трехкратного сокращения американских инвестиций за рубежом. В среднем за II кв. 2001 г. — I кв. 2003 г. из США ежеквартально уходило только 50 млрд долл., тогда как со II кв. 1999 г.

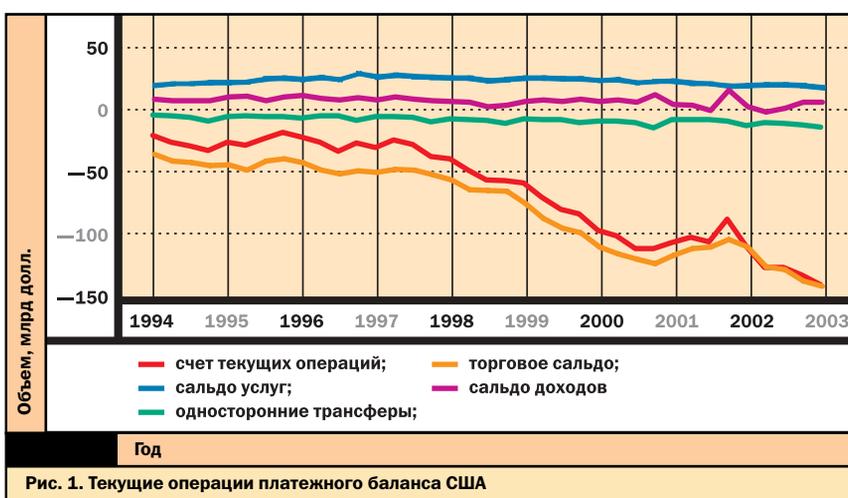


Рис. 1. Текущие операции платежного баланса США

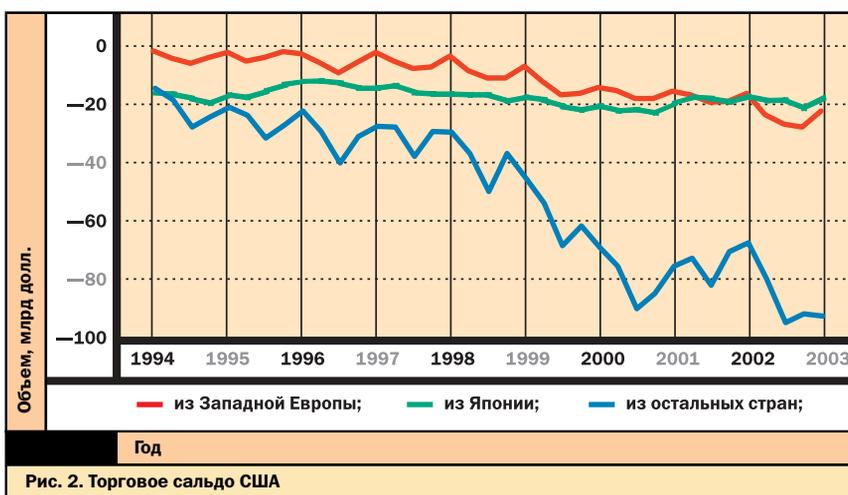


Рис. 2. Торговое сальдо США

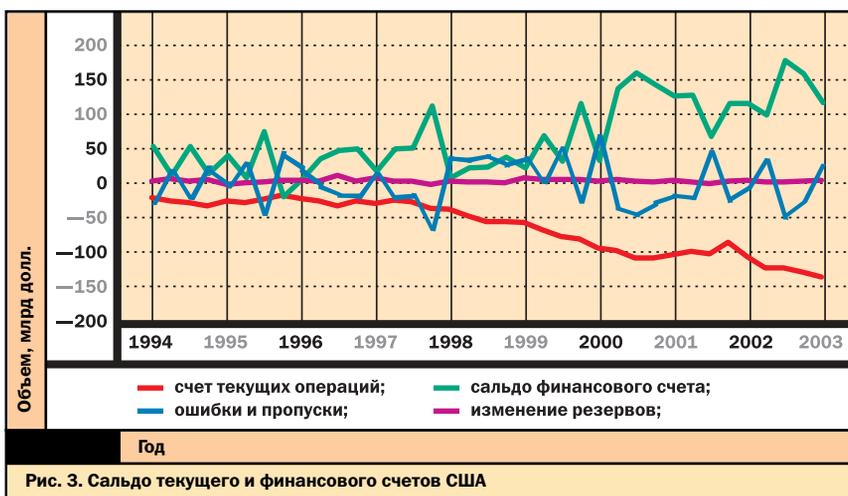


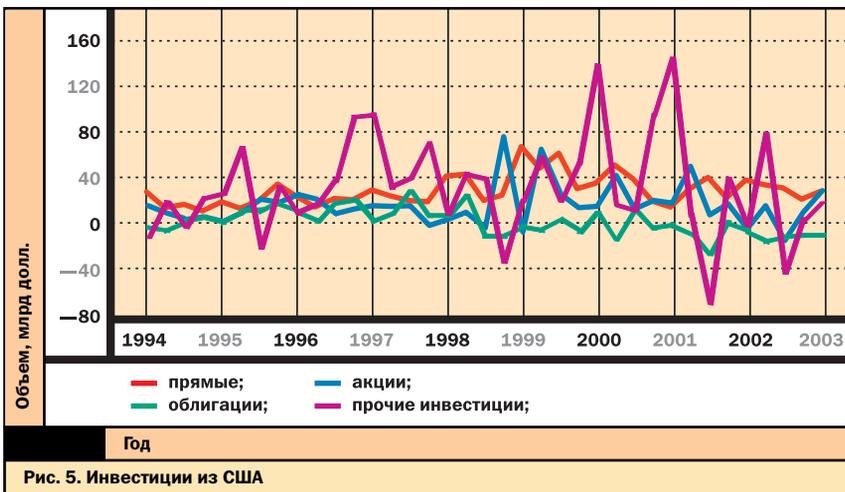
Рис. 3. Сальдо текущего и финансового счетов США

по I кв. 2001 г. — в среднем по 148 млрд долл.

Таким образом, мировой кризис 2001 г., сопровождавшийся ростом неопределенностей в связи с угрозой терактов, радикально умень-

шил интенсивность мировых потоков капитала. Американская экономика сейчас не в состоянии привлечь столько инвестиций, сколько она привлекала в 1999—2000 гг. Однако сократился не только при-

¹ На практике есть еще третье слагаемое, так называемые «ошибки и пропуски». В США они нередко достигают внушительных величин (плюс/минус 50 млрд долл.), но не имеют тенденции ни к росту, ни к падению, а знак их часто меняется с плюса на минус и обратно. Поэтому неучтенные статистической операции, проходящие по этой статье, не должны заметно сказываться на стабильности платежного баланса.



ток капитала в США, но и его отток. Поэтому в целом по всему миру снижение спроса на доллары с целью инвестирования в США более или менее компенсировалось снижением предложения долларов в связи с

сокращением американских инвестиций за рубежом.

5. Инвестиции из США уменьшились, главным образом, вследствие снижения прямых инвестиций и инвестиций в акции (рис. 5). Они на-

чали сокращаться еще в период «бума» американской экономики, а именно, с конца 1998 г. — начала 1999 г. Скорее всего, это было вызвано тем, что США выглядели тогда заведомо более привлекательным объектом инвестирования, своеобразной «тихой гаванью», и американские инвесторы переориентировали на внутренний рынок часть своих ресурсов. К началу 2000 г. прямые инвестиции из США сократились с 72 млрд долл. до 39 млрд долл., а инвестиции в акции — с 83 млрд долл. до 19 млрд долл. С середины 2001 г. ускорилось падение американских инвестиций в акции зарубежных компаний. Можно предположить, что здесь уже сказался экономический кризис, уменьшивший объем свободных финансовых средств². Кроме того, безусловно, сказались события 11 сентября 2001 г., радикально ухудшившие условия инвестирования во всем мире. В III кв. 2002 г. сальдо по инвестициям в акции даже стало отрицательным, поскольку американцы продали иностранных акций больше, чем купили.

Объем прямых инвестиций из США в 2001—2003 гг. был достаточно стабильным и оставался на уровне 30—40 млрд долл., чтошний раз подтверждает относительную устойчивость прямых инвестиций к циклическим колебаниям.

С конца 1998 г. иностранные частные и государственные облигации (в том числе и облигации стран Еврозоны) не привлекали особого внимания американских инвесторов. Сальдо по этому инструменту зачастую оказывалось отрицательным, хотя и незначительным по абсолютной величине.

6. За относительной стабильностью иностранных инвестиций в США в 2001—2003 гг. скрывается разнонаправленное движение различных видов этих инвестиций (рис. 6).

Прямые инвестиции и инвестиции в американские акции стали

² Средств стало меньше, вот и инвестиций стало меньше.

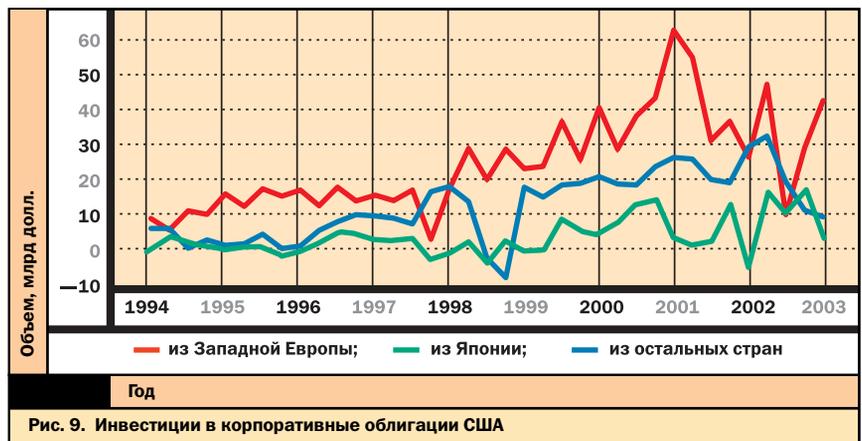
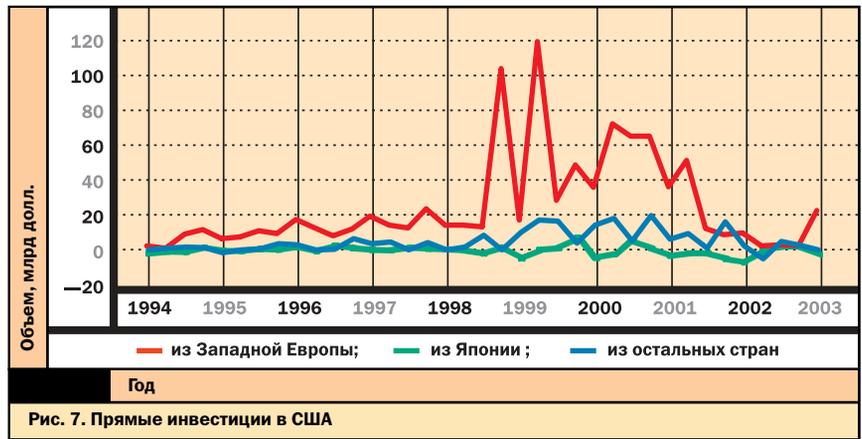
сокращаться еще с 2000 г., т. е. как раз с того момента, когда «пузырь» фондового рынка начал «сдуваться». Почти исключительно это было связано с сокращением инвестиций из стран Западной Европы. Этот показатель упал с 60—70 млрд долл. за квартал практически до нуля (рис. 7, 8). Естественно, это радикально уменьшило спрос на доллары со стороны европейцев, и, возможно, послужило одной из основных «фундаментальных» причин ослабления доллара по отношению к евро.

Инвестиции в бумаги казначейства США резко выросли осенью 2001 г. (то есть в момент наиболее острого кризиса в США), а после, несмотря на их низкую доходность, оставались на достаточно стабильном высоком уровне (чему немало способствовала политика президента Буша, направленная на наращивание бюджетного дефицита). В 2002—2003 гг. инвестиции в госбумаги США составляли 30—40 млрд долл. за квартал³.

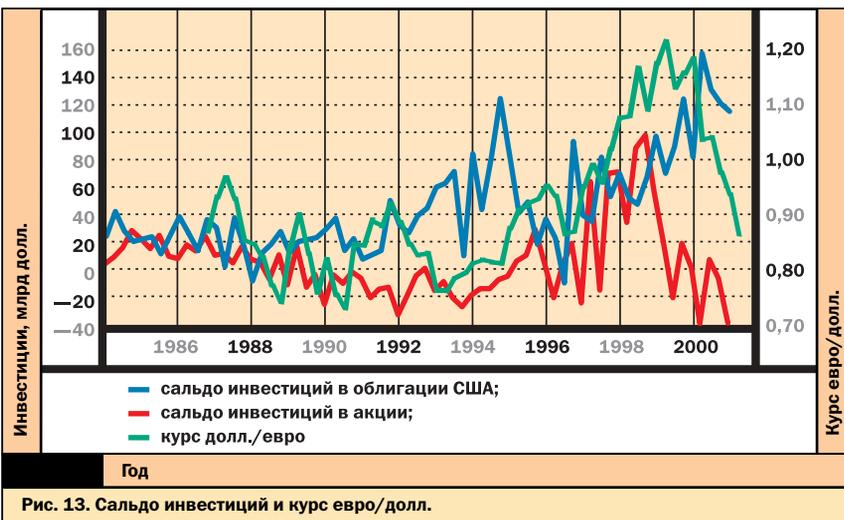
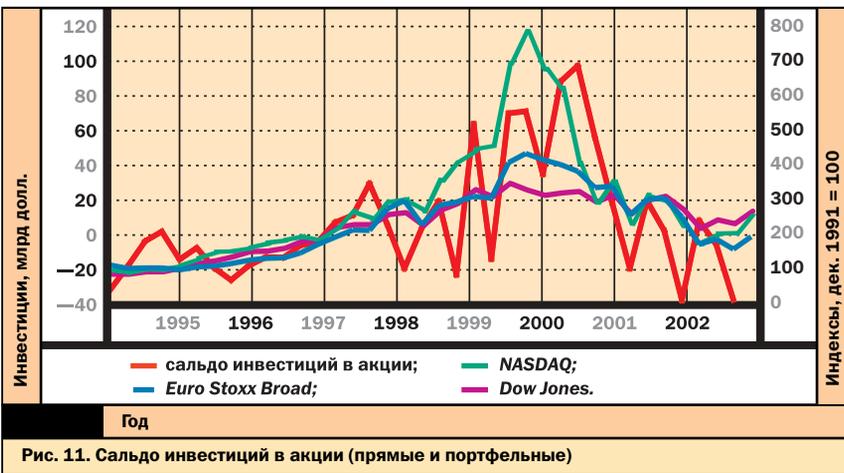
На еще более высоком и тоже достаточно стабильном уровне (50—60 млрд долл. за квартал) с осени 2001 г. колебались инвестиции в американские корпоративные облигации. Высокий спрос на эти бумаги со стороны европейцев (рис. 9) был связан с перетоком средств европейских инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, а именно из акций в корпоративные и государственные облигации.

7. Как ни странно, исторически привлекательность американского рынка акций, в определенном смысле, не слишком велика (рис. 11).

За исключением периода раздувания «пузыря» на фондовом рынке (конец 1999 г. — начало 2000 г.), объем американских вложений в иностранные акции (включая прямые инвестиции) обычно превышал объем иностранных вложений в акции американских компаний (также включая прямые инвестиции). Иными словами, по этому «каналу»



³ «Выброс» в третьем квартале 2002 г. связан с тем, что частные инвесторы в этот период резко переключились с корпоративных облигаций на Treasuries (рис. 9, 10). Впоследствии все вошло в прежнюю «колею».



предложение долларов обычно превышает спрос.

8. Напротив, американские облигации (не только государственные, но и корпоративные), как

правило, привлекают в США значительные инвестиции (рис. 12). По этому «каналу» спрос на доллары обычно превышает предложение.

В прошлом объем чистых инвестиций в американские облигации более или менее соответствовал различиям в уровнях доходности, наблюдаемых на рынках США и Западной Европы (именно со стороны последней, как уже отмечалось, предъявляется основной спрос на американские облигации)⁴. Во всяком случае, локальные «пики», достигнутые в начале 1997 г. и в конце 1998 г., равно как и спад чистых капиталовложений в американские облигации в середине 1997 г. — середине 1998 г., достаточно хорошо «накладываются» на динамику спреда. Однако начиная с 2001 г. эта связь перестала существовать. Несмотря на опережающее падение ставок в США, начавшееся с 2000 г., и на то, что уже весной 2001 г. спред стал отрицательным, объем чистых инвестиций в американские облигации имел отчетливую тенденцию к росту. Американские облигации привлекали инвесторов, несмотря на свою падающую доходность. С точки зрения «рынка» объяснений этому феномену может быть два: либо инвесторы рассчитывали на спекулятивную прибыль от роста курсовой стоимости американских облигаций (при том, что акции постоянно дешевели), либо они старались снизить риск от своих инвестиций. Сейчас оба фактора, скорее всего, почти сошли на «нет». Уровень ставок столь низок, что большого роста курсов ожидать не приходится. Улучшение мировой конъюнктуры, которое должно начаться в ближайшие полгода — год, повысит склонность инвесторов к риску и, соответственно, увеличит их спрос на другие ценные бумаги. «Естественная» связь между уровнем доходности и объемом инвестиций может восстановиться, что приведет к сокращению спроса на американские и к росту спроса на европейские облигации. Конечно, существует еще и «нерыночный» фактор, а именно планы г-на Буша по масштабному наращиванию бюджетного дефицита и увеличению

⁴ На графике выведен спред между доходностями 2-х летних гособлигаций США и Германии, поскольку по Европе трудно найти какой-либо более представительный ряд.

объемов заимствований. Вопрос о том, сколь долго американской администрации удастся привлекать средства на рынок *Treasuries* без существенного повышения ставок, остается открытым.

НЕКОТОРЫЕ ВЫВОДЫ

1. Существует отчетливая «валютная асимметрия» во внешнеэкономических финансовых потоках США. По товарным торговым операциям наблюдается чистый отток долларов, во все большей пропорции обмениваемых на товары из стран Юго-Восточной Азии. По финансовым операциям, напротив, наблюдается постоянный приток долларов, главным образом, приобретенных на валюты западно-европейских стран. Это означает, что динамика доллара относительно разных валют определяется разными факторами. Курс доллара к евро зависит, главным образом, от привлекательности американских ценных бумаг, а курс доллара к азиатским валютам — от расширения внутреннего спроса в США⁵. Соответственно, азиатские торговые партнеры США весьма заинтересованы в «слабости» своих валют, увеличивающей конкурентоспособность их продукции. Европейские инвесторы, напротив, заинтересованы, скорее, в «сильном» евро, так как это делает американские активы более для них доступными.

2. При снижении валового притока иностранного капитала в США чистый приток до последнего времени увеличивался вследствие сокращения оттока капитала из США.

3. Американский рынок облигаций (государственных и корпоративных), несмотря на низкий уровень доходности, остается достаточно привлекательным для международных инвесторов. Чистые инвестиции в США по этому «каналу» по-прежнему превышают 100 млрд долл. за квартал. При этом американские инвесторы

проявляют весьма умеренный интерес к иностранным облигациям. Возможно, снижение иностранных вложений в американские облигации в течение трех последних кварталов (III—IV кв. 2002 г. и I кв. 2003 г.), уменьшив спрос на доллары со стороны евро, внесло свой дополнительный вклад в укрепление евро. Однако в более длительной перспективе сколько-нибудь заметной корреляции между чистым притоком иностранного капитала на рынок американских облигаций и курсом доллара к евро (эку до 1999 г.) не обнаруживается. В частности, рост инвестиций в облигации в 1995—1996 гг. сопровождался не укреплением, а ослаблением доллара, тогда как спад инвестиций в 1997—1998 г., наоборот, его укреплением (рис. 13).

4. Чистые инвестиции в акции (включая портфельные инвестиции), поскольку они обычно отрицательны, как правило, действуют в сторону ослабления доллара. Однако бум 1999—2000 гг. привлек на рынок акций США экстраординарные инвестиции из-за рубежа, то есть такие ресурсы, которые «обычно» в США не направляются. Они-то и инициировали процесс экстраординарного укрепления

доллара. Затем, в 2001 г. и до середины 2002 г. (т. е. уже после обвала на рынке акций) «крепкий» доллар поддерживался повышенным спросом на американские облигации. Однако в самые последние кварталы этот спрос стал уменьшаться, что, скорее всего, способствовало ослаблению доллара в отношении к евро⁶: в дальнейшем эти позиции обычно сильно пересматриваются. На их основе нельзя делать чересчур безапелляционных выводов.)

5. Поскольку нового бума на рынке акций США, сопоставимого с бумом 1999—2000 гг., в обозримом будущем не ожидается, трудно представить себе ситуацию, которая могла бы вновь укрепить доллар до уровня 2000—2002 гг. С другой стороны, продолжится ли еще какое-то время укрепление евро, зависит от того, сможет ли «сильный» евро, повысив привлекательность американских облигаций для капиталов Старого Света, поднять новую волну спроса на эти бумаги. Если эта «волна» будет не слишком высокой (что, учитывая не слишком хорошую экономическую ситуацию в Европе, вполне вероятно), евро, скорее стабилизируется примерно на нынешнем уровне. ■



27–31
октября
2003 г.

уникальная неделя уникальных возможностей!

- мастер-классы известных финансистов
- презентации ведущих финансовых компаний
- конференции по экономическим проблемам
- конкурсы с ценными призами

для студентов экономических специальностей

27.10 РЭА им. Г.В.Плеханова
28.10 МГУ им. М.В.Ломоносова
29.10 МГИМО (У)
30.10 Финансовая академия при Правительстве РФ
31.10 ГУ Высшая школа экономики

Присоединяйтесь к сообществу финансистов!
Организатор — Служба конференций газеты «@кция»
www.fw.akzia.ru
e-mail: finance@akzia.ru
tel. (095) 978-8562



информационная поддержка



⁵ Естественно, эти факторы взаимосвязаны, и противопоставлять их друг другу можно лишь в известных пределах.

⁶ Следует иметь в виду, что предварительные данные по платежному балансу США (информация по первому кварталу 2003 г. была опубликована 19 июня 2003 г.