

Кенет Рогоф

**ДОЛАРЪТ Е НАШ,
ПРОБЛЕМЪТ СИ Е ВАШ**

София, 2026

Преводът е направен по изданието:

Kenneth Rogoff

OUR DOLLAR, YOUR PROBLEM

An Insider's View of Seven Turbulent Decades
of Global Finance, and the Road Ahead

Copyright © 2025, Kenneth Rogoff

All rights reserved

© Издателство „Изток-Запад“, 2026

Всички права на български език запазени. Нито една част от тази книга не може да бъде възпроизвеждана или предавана под каквато и да е форма и по какъвто и да било начин без изричното съгласие на издателство „Изток-Запад“.

© Людмила Андреева, превод, 2026

ISBN 978-619-01-1724-7

Кенет Рогоф

ДОЛАРЪТ Е НАШ, ПРОБЛЕМЪТ СИ Е ВАШ

Поглед отвътре към седем бурни десетилетия
в световните финанси и пътят напред

Превод от английски
Людмила Андреева

Редактор
Димитър Събев



Оригиналното издание е част от поредица лекции
„Хенри Л. Стимсън“ в Центъра за международни и регионални
изследвания „Уитни и Беки Макмилан“ в Йейл

СЪДЪРЖАНИЕ

Предговор	9
-----------------	---

1. Въведение. Създаването на доминираща валута	13
--	----

Част I

МИНАЛИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА КЪМ ДОМИНАЦИЯТА НА ДОЛАРА

2. Съветското предизвикателство	25
3. Япония и йената	36
4. Единната валута в Европа	52

| 5

Част II

КИТАЙ. ДНЕСНИЯТ ПРЕТЕНДЕНТ

5. Този път е различно	73
6. Зловещите прогнози на Джу Жундзи	81
7. Народната банка на Китай	88
8. Прелюдия към кризата	96
9. Краят на високия растеж	101
10. Неизбежността на отвързването от долара	114

Част III

ПРОБЛЕМ НА ВСИЧКИ ОСТАНАЛИ.

ЖИВОТ С ДОЛАРА

11. Примамката на фиксираните валутни курсове	121
12. Хиперинфлация	129
13. Когато фиксираните валутни курсове надживеят срока си на годност	137
14. Ливан и Аржентина: уникални или прототипи?	147
15. Токийският консенсус	155
16. Възраждането на фиксираните валутни курсове	161

Част IV

АЛТЕРНАТИВНИ ВАЛУТИ

17. Глобални валути	173
18. Криптовалутите и бъдещето на парите	181
6 19. Цифрови валути на централните банки	197

Част V

ПЛЮСОВЕТЕ И МИНУСИТЕ НА ДОМИНИРАЩАТА ВАЛУТА

20. Изгодите от валутната доминация	207
21. Прекомерни привилегии или данъчно облагане без представителство?	214
22. Малките начини, по които САЩ помагат на страните да се справят с доминацията на долара	223
23. Цената на това да си доминираща валута	230

Част VI

ПИКЪТ НА ДОМИНАЦИЯТА НА ДОЛАРА

24. Независимостта на централната банка. Бастионът на валутната доминация	239
--	-----

25. Империята на длъжника. Ахилесовата пета на САЩ	253
26. Зовът на сирените за „по-ниски завинаги“ лихвени проценти	263
27. Край на епохата на Пакс долар?	278
<i>Бележки</i>	281
<i>Признателност</i>	315
<i>Показалец</i>	317

На Наташа Ланс Рогоф

ПРЕДГОВОР

Човек никога не престава да се учудва на преситеното самодоволство на съвременните гледни точки по международните макроикономически и финансови въпроси. Не че някога съм вярвал, че моята иронично озаглавена книга от 2009 г. „Този път е различно“, която писахме в съавторство с Кармен Райнхарт в продължение на седем години, ще събуди завинаги света за рисковете от подхранвани с дълг ексцесии във финансите и разходите. Безброй читатели се насладиха на книгата и тя стана изключително известна, но това далеч не доведе до промяна на навиците, дълбоко вкоренени в човешкото поведение. Все пак беше изненадващо колко бързо нови истории от типа „този път е различно“ замениха онези, които току-що се бяха разбили и изгорели в глобалната финансова криза: сега, когато икономистите разбират инфлацията, тя никога повече няма да бъде повод за безпокойство. Спекулативният бум на пазара на недвижими имоти в Китай този път е различен благодарение на превъзходната компетентност на държавата и бурния растеж – и така нататък.

Академичните икономисти също излизаха с теория след теория за това защо реалните (коригирани спрямо инфлацията) лихвени проценти ще останат ултраниски завинаги, давайки зелена светлина на правителствата да игнорират всички рискове, произтичащи от много големия дълг. Който не вярва, че много големият дълг е безплатен обяд, трябва да е застъпник за строги икономии. При криптовалутите лудостта е в двете посоки, засягайки тези, които мислят, че крипто ще измести долара, и онези, които смятат, че биткойнът е измама. Макар че в продължение на много години собствената ми работа, отхвърляща тези (и други подобни) идеи, беше публикувана на видно място в най-престижните академични списания, моите възгледи не бяха подкрепяни от мнозинството. Днес това може би е донякъде по-малко вярно.

Въпреки това политици и самодоволни икономически коментатори от САЩ сляпо вярват, че се намираме в ера на *пакс долар*, за която всеки трябва да е благодарен и на която може да се разчита, че ще донесе стабилност и растеж за неопределено бъдеще. По-голямата част от света, дори и приятелите на Америка, не споделят непременно тази гледна точка, което в крайна сметка ще се превърне в проблем, особено предвид предизвикателствата, пред кои-

то са изправени Съединените щати в поддържането на реда в собствената си макроикономическа къщичка.

Заглавието на тази книга е алюзия към често цитираната реплика на министъра на финансите Джон Конъли. През 1963 г. Конъли, тогава губернатор на Тексас, е сериозно ранен, докато пътува в президентската лимузина, когато Джон Ф. Кенеди е убит. И може би щеше да бъде запомнен най-вече с това, ако не беше една среща в Рим през 1971 г. малко след като президентът Ричард Никсън суспендира конвертируемостта на доларите на САЩ към златото. На нея министърът на финансите Конъли се сблъсква с изпадналите в ярост европейски лидери, чиито страни държат огромни запаси от държавни облигации на САЩ. Още по-важно е, че те са изградили цялата си следвоенна парична и финансова система върху предпоставката, че доларът е толкова добър, колкото и златото. „Доларът е наш, проблемът е ваш“ – гласи прочутата реплика на Конъли към тях. Както читателят на тази книга ще разбере, Конъли е бил прав само наполовина. Инфлацията, за която европейците се страхуват, че ще опустоши доларовите им резерви, не е много добра и за американците – урок, който е болезнено преосмислен в началото на 20-те години на XXI век.

Днес световната финансова система се намира в критична точка на пречупване, каквато не е виждана от началото на 70-те години на XX век, когато се срина системата на фиксираните валутни курсове от Бретън Удс, или от края на 80-те години на XX век, когато пада Берлинската стена и започва да се ускорява стремителният възход на Китай. Съединените щати вече не гарантират на чуждестранните централни банки, че ще обменят доларите им за злато. Вместо това те обещава да поддържат ниска инфлация и по този начин да запазят покупателната способност на долара – това, от което европейските министри на финансите наистина се интересуват. Проблемът е, че в свят, в който САЩ винаги се грижат преди всичко за собствените си интереси, това обещание става все по-трудно за изпълнение. Федералният резерв на САЩ, който управлява паричната политика на Америка, е страхотна институция. За съжаление, трудно е да останеш като остров на технократична компетентност в море от политически сътресения – както вътрешни, така и международни. Поддържането на ниска инфлация година след година в свят на разрастващ се политически и фискален натиск не е лесна задача, особено когато спорадичните изблици на инфлация са първата мярка за безопасност, за да се избегнат внезапни прекомерни ограничения, строг финансов контрол или фалит. Това ще бъде особено валидно, ако светът преживее продължителен период, в който инвеститорите изискват по-високи реални лихвени проценти, и изведнъж дъгът започне да изглежда далеч не толкова безплатен обяд, какъвто мнозина са смятали, че е, особено след глобалната финансова криза от 2008–2009 г. И такъв сценарий може би вече е пред нас.

Всъщност има достатъчно причини да се смята, че през следващото десетилетие светът ще преживее по-високи лихвени проценти и инфлация, откол-

кото политиките са свикнали, и че уникалното привилегировано положение на долара по отношение на заемните средства може да се понижи съществено в условията на значително по-фрагментирана глобална финансова система. (Разбира се, лихвените проценти ще останат по-ниски по време на рецесии.) Ерата, в която доларът беше абсолютно доминиращ и надеждно стабилен, може би е преминала пика си. Вероятният резултат ще бъде глобално увеличение на броя и интензивността на дълговете, инфлацията, финансовите и валутните кризи – те няма да се случват постоянно, но ще бъдат много по-чести, отколкото светът е свикнал, особено когато гледате десетилетието преди пандемията.

Перспективата за нарастваща нестабилност може да изненада онези, които са усвоили философията за „края на историята“, която пропива съвременната икономика и чрез която икономистите смятат, че са решили (почти) всички проблеми, с изключение на някои дребни доуточнения. Всъщност важна част от провъзгласената стабилност, която централните банки сякаш са постигнали през последния половин век, е резултат от период, в който търговията и финансовата глобализация бързо се разрастваха, конфликтът между великите сили беше отшумял, а популизмът беше потиснат. Излишно е да казвам, че всички тези тенденции може би се преобръщат.

През петте десетилетия, в които работя като професионален икономист, съм наблюдавал, че макар финансовата система обикновено да се развива много бавно, понякога могат да се очакват драматични обрати. Политически сътресения, технологични промени, войни и други видове екстремни събития са се случвали в миналото и ще се случват отново. Представата, че почти винаги ще живеем в свят с изключително ниски инфлация и лихвени проценти и стабилни обменни курсове на основните валути, е само пожелателно мислене.

За да поставя в историческа перспектива забележителната еволюция на днешната центрирана около долара глобална валутна система, както и за да придам текстура и цвят на текущата отдолу аналитична дискусия, в тази книга често ще се позовавам на собствения си професионален и политически опит. Може би прегледът на несигурността в реално време за минали промени и епизоди ще предостави и отправна рамка за това с колко несигурност ще се сблъскаме в бъдеще и защо сценариите, които ще обсъдя по-нататък в книгата, макар и може би извън консенсуса, съвсем не са нереалистични.

Вярно е, че доларът е останал на върха, макар Съединените щати многократно да са били в епицентъра на световни кризи и рецесии. Всъщност световната финансова криза през 2008–2009 г., подобно на Голямата депресия от 30-те години на XX век, се коренеше в политическите грешки на САЩ, но останалата част от света беше тази, която пострада най-много. Иронично, доларът на САЩ излезе от този епизод по-доминиращ от всякога. Не разчитайте, че това ще се случи отново, особено предвид политическата дисфункция

и дълговите проблеми на САЩ, както и желанието на Китай да се откъсне от доларовия блок. Макар че доларът вероятно ще остане на върха за известно време, неговото глобално влияние може да се свие след десетилетия на непрекъснато разширяване; ако това стане, промяната може да влоши още повече трудната фискална корекция, пред която САЩ вече са изправени.

Ако САЩ искат да предпазят долара от изпадане в по-ниска орбита и да насърчат придържането към господството му, американците трябва да осъзнаят, че останалият свят – дори и нашите приятели – има смесени чувства по отношение на хегемонията на САЩ. Като тийнейджър, представящ САЩ в турнири по шахмат на високо ниво в цяла Европа в края на 60-те и началото на 70-те години, постоянно се сблъсках с този парадокс. Хората бяха потопени в американската музика и филми. В претъпкан мръсен бар в Сараево по радиото гърмеше песента „Бял заек“ на „Джеферсън Еърплейн“. Беше удивително да чуя как половината от хората пеят всяка нейна дума, въпреки че почти никой от тях не говореше английски. Беше ми неудобно, че аз, единственият американец, не знаех текста; още повече че по-късно разбрах как в САЩ моята близка и много по-готина приятелка Ким Комънс е давала уроци по шах на вокалистката на тази група Грейс Слик. Понякога дори слабо прикритите агенти на КГБ, които придружаваха руските шахматисти, не можеха да скрият, че са очаровани от американската култура. Един „ескорт“, когото срещнах, не можеше да спре да говори (на перфектния английски на КГБ) за американската баскетболна звезда Уилт Чембърлейн. И все пак много от същите тези хора седяха срещу теб на вечеря и делово очерняха Съединените щати като расистко, войнолюбиво общество.

Тези напрежения и противоречия продължават да съществуват и днес. Съюзниците и конкурентите на Съединените щати се възползват от удобството на квазиглобалната валута, до голяма степен както английският е общ език на международната търговия и дипломатията. Те обаче се възмущават от това колко изложени са икономиките им на превратностите на егоцентричната макроикономическа политика на САЩ. Държавните служители на САЩ в сферата на финансите обикновено се задоволяват с празни обещания по отношение на чуждестранните проблеми, като понякога оставят чуждестранните си колеги да копнеят за прямотата на Конъли, за да знаят поне как стоят нещата. Като се имат предвид периодичната финансова нестабилност през последните 75 години и крайната разединеност на политическата ситуация в САЩ днес, да не говорим за възхода на Китай, останалата част от света има основание да се тревожи какво означава всичко това за глобалната макроикономическа стабилност през следващите десетилетия.