

УДК 336.711
JEL F00, F30, F33

Мировая валютная система: проблемы и пути реформирования

КУЗНЕЦОВА ВАЛЕНТИНА ВИЛЬЕВНА,

канд. ист. наук, доцент факультета государственного управления Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия

E-mail: vkuz_55@mail.ru

Аннотация. В статье рассматриваются проблемы современной мировой валютной системы, обусловленные доминированием доллара, и порождаемые этим риски для стран-участниц, а также предлагаемые меры по их ограничению или устранению. Включение МВФ китайской валюты жэньминьби в валютную корзину СДР (*SDR, Special Drawing Rights*, специальные права заимствования) стало шагом в сторону формирования новой системы с множеством резервных валют. Решение МВФ носит компромиссный характер. С одной стороны, его обоснованием стали рост доли китайской экономики в мировой экономике и доли китайской валюты во внешнеторговых расчетах. С другой стороны, сейчас китайская валюта не является валютой свободного использования, а ее курс во многом определяется нерыночными методами. Станет ли обновленная мировая валютная система более или, наоборот, менее устойчивой, зависит от множества факторов, включая способность суверенных государств к кооперативному поведению.

Ключевые слова: мировая валютная система, СДР, жэньминьби, система с множеством резервных валют.

International monetary system: issues and areas of reforms

V. V. KUZNETSOVA,

PhD in History, Lecturer, M. V. Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

E-mail: vkuz_55@mail.ru

Abstract. The article investigates issues of the modern international monetary system occurred due to dollar's domination, and relevant forming risks for states members, and exams suggested measures for their elimination and solution. IMF inclusion of renminbi into the SDR currency basket is a step forward creation of the new multi reserve currency system. The IMF's verdict is a compromise as such. On one side, its compelling reasons include the rising ratios of the Chinese economy in world economy, and the Chinese currency in international settlements. On the other side, the Chinese currency is not free usable currency still, and its exchange rate is not governed by market. Whether update world monetary system would obtain additional stability or contrary increase risks depends on many factors including sovereign states' ability to cooperative behavior.

Keywords: international monetary system, SDR, renminbi, multi reserve currencies system.

Глобальный финансовый кризис 2007–2009 гг. вскрыл множество серьезных проблем и провалов в функционировании мировой валютной системы (МВС) [1]. В посткризисный пе-

риод, получивший название великой рецессии, активизировались международные дискуссии по вопросам желательных направлений реформирования МВС. Проблемы реформирования МВС



регулярно обсуждаются на встречах Большой двадцатки, входят в повестку дня работы международных организаций и активно дискутируются в научной литературе. При этом в качестве общей цели трансформации МВС выдвигается создание более стабильных и предсказуемых внешних условий, способствующих восстановлению роста мировой экономики.

Особое внимание политиков и экспертов привлекли проблемы дефицита резервных валют в кризисных условиях, возможные способы предоставления экстренной ликвидности нуждающимся экономикам, каналы распространения стресса по финансовым рынкам, политика обменных курсов в основных мировых экономиках и ряд других. И политики, и научное сообщество признают, что реформы МВС возможны только при наличии консенсуса среди стран — членов МВФ, а их реализация должна быть постепенной и носить комплексный характер. Но, как отмечается в работе К. Борио (Банк международных расчетов), для успешного продвижения реформы МВС необходим не только консенсус в отношении наиболее острых ее проблем и мер по их разрешению, но и желание стран-участниц действовать кооперативно [2]. Однако к настоящему времени по большинству обсуждаемых вопросов среди стран — участниц МВС и экспертного сообщества не сложился общий подход. Ниже рассматривается одно направление реформирования МВС — перечень глобальных резервных валют и роль СДР.

Основные недостатки МВС

Реформированию МВС посвящен растущий поток литературы. В многочисленных публикациях и докладах наднациональных институтов выделяется несколько основных недостатков ныне действующей мировой валютной системы, на устранение которых в первую очередь должны быть направлены реформы [3]. Но подходы политиков и экспертов не всегда совпадают.

Первый по значимости недостаток, приводившийся во многих докладах и публикациях в 2009–2015 гг., состоял в том, что современная мировая валютная система не отражает состояние мировой реальной экономики. Эксперты доказывали, что относительные позиции разных стран в мировой экономике меняются быстрее, чем это находит отражение в квотах МВФ и структуре управления фондов [4]. В управлении МВС чрез-

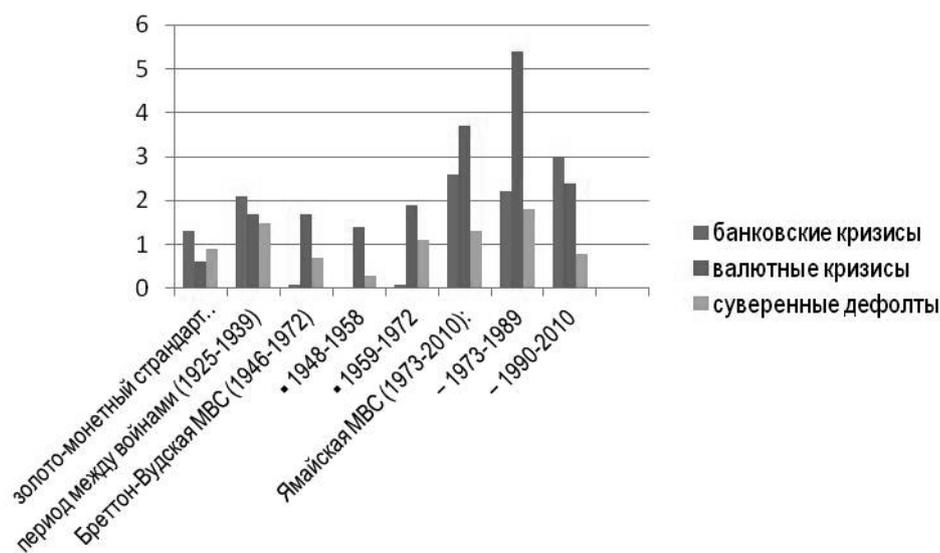
мерно представлены так называемые индустриально развитые экономики, а экономики стран с формирующимися рынками — недостаточно.

Так, значительная часть экспертов указывала, что необходимо существенное увеличение представительства Китая, которое бы отражало фактическую роль китайской экономики в мировой экономической системе, а также стран с формирующимися рынками. Проблемам оценки величины китайской экономики и достоверности китайской статистики посвящен особый поток литературы. Любопытно, что хотя официально [по данным Международного банка реконструкции и развития (МБРР) и МВФ] китайская экономика уже признана второй по масштабам мировой экономикой, отдельные авторы приводят свои расчеты, согласно которым КНР уже обошла экономику США [5]. В то же время другие эксперты подчеркивают, что к данным китайской статистики следует относиться с большой осторожностью. Одновременно прогнозируется, что экономика Индии по масштабам превысит объем всех европейских экономик к концу 2010-х годов.

В посткризисный период многие эксперты говорили о том, что Китай как одна из основных торгующих наций выступает драйвером роста мировой экономики и определяет ее благополучие. По оценкам МВФ, зоны евро и США остаются крупнейшими экспортёрами, на их долю приходится около трети глобального экспорта. Но Китай уже вышел на третье место, доля его экспорта превышает 13,3% мировой торговли, опередив Японию и Великобританию [6].

Второй по значимости недостаток современной МВС, выделяемый экспертами, — это усиление ее неустойчивости, что находит отражение в увеличении числа финансовых кризисов (см. рисунок), волатильности на мировых финансовых рынках, сохранении значительных финансовых дисбалансов по текущему счету. Ряд экспертов доказывают, что причиной глобального финансового кризиса было финансовое дерегулирование, характерное в 2000-е годы как для развитых экономик, так и для стран с формирующимися рынками. Значительное ослабление капитальных ограничений в сочетании с мягкой монетарной политикой в развитых экономиках стало причиной проблем в функционировании МВС. А их негативные последствия для мировой экономики были усилены доминирующей ролью доллара как международной резервной валюты. Предполага-





Среднее число кризисов в течение года

Источник: [8].

ется, что для развития мировой торговли и глобальной финансовой стабильности желательно, чтобы трансграничные сделки были номинированы в валюте страны, доминирующей в глобальной экономике [7]. Сторонники данного подхода доказывают, что поскольку роль китайской экономики крайне важна для мировой экономики, для уменьшения волатильности в МВС ее валюта должна обрести большее использование в трансграничных сделках.

В ряде российских и зарубежных исследований доказывается, что доминирование доллара в МВС в качестве основной резервной и торгуемой валюты генерирует растущие дисбалансы между профицитными и дефицитными странами [9]. При анализе глобальных финансовых дисбалансов в большинстве работ упор делается главным образом на профицитах и дефицитах стран — участниц внешнеэкономической деятельности по текущему счету платежного баланса. Это, по мнению экспертов Банка международных расчетов, ошибочно, так как не учитывает дисбалансы по финансовым счетам.

Действительно, величина совокупных глобальных дисбалансов огромна. Так, по данным МВФ, в 2006–2008 гг. совокупная сумма глобальных дисбалансов достигла пика на уровне более 5% мирового ВВП, в его структуре доминировали дефицит США и профицит Китая и стран — экспортеров нефти. В 2010–2011 гг. совокупная сумма глобальных дисбалансов снизилась при-

мерно на треть по сравнению с докризисным пиком. Особенно заметными были значительные сокращения дисбалансов США и Китая — они уменьшились более чем на половину по сравнению с периодом 2006–2008 гг. В результате глобальная структура дисбалансов стала менее сконцентрированной.

В последующие годы общая сумма глобальных дисбалансов в целом оставалась относительно стабильной, но продолжились изменения в структуре дисбалансов: дефицит США продолжил сокращаться, а у Великобритании вырос; стал профицитным общий текущий счет стран зоны евро; профицит Южной Кореи увеличился, а у стран — экспортеров нефти уменьшился в 2013–2014 гг.

Несмотря на происходящее урегулирование, величина глобальных дисбалансов по-прежнему превышает оцененный экспертами предельно допустимый уровень [10]. Но при этом среди специалистов нет консенсуса относительно первопричин глобальных финансовых дисбалансов. Спектр взглядов довольно широк, среди причин называются:

- неспособность США удовлетворять внешний спрос на безопасные активы;
- активное управление рядом стран обменными курсами национальных валют;
- недостаточное развитие внутренних финансовых рынков в странах с формирующимися рынками;
- применение органами управления официальными суверенными фондами и официальными

ми резервами более рискованных портфельных стратегий менеджмента.

Третий серьезный недостаток современной МВС — это необоснованность «исключительной привилегии» доллара. По данному вопросу подходы специалистов прямо противоположны. Одни авторы, исходя из первоначальной концепции данного понятия, показывают, что страна — эмитент доминирующей резервной валюты не нуждается в иностранной валюте для оплаты своего импорта или других обязательств, а в результате получает дополнительные доходы, в чем-то сходные со сеньоражем.

Различные оценки величины чистых годовых выгод США от доминирования доллара как резервной валюты в обычные времена варьируются от 40 до 150 млрд долл. В кризисные периоды они существенно больше, потому что номинированные в долларе активы рассматриваются участниками финансовых рынков как «безопасная гавань», а притоки капиталов на финансовые рынки США снижают национальную кривую доходности. В разгар глобального финансового кризиса доходы США от «чистого» сеньоража, обусловленного увеличением реальной денежной базы в силу роста спроса на деньги, резко возросли, так как монетарные органы увеличивали свои балансовые счета, проводя политику количественных смягчений. По оценкам МВФ, они могли достигать 8% ВВП [7].

Другие эксперты делают упор на противоположном — обязанности страны — эмитента доминирующей резервной валюты удовлетворять глобальный спрос на ликвидность. Они подчеркивают, что отличительная особенность любой хорошо функционирующей МВС — доступность глобальной ликвидности. В современной МВС только несколько стран — эмитентов резервных валют могут поставлять безопасные и ликвидные активы, но их доступность для участников МВС не гарантирована не только в кризис, но и в обычные времена. Мировую экономику характеризует хронический и серьезный дефицит резервных активов (безопасных активов) [11]. Поэтому современную версию дилеммы Триффина можно сформулировать как растущую асимметрию между фискальной способностью США эмитировать суверенный долг («поставлять» на мировые рынки казначейские обязательства США) и глобальным спросом на безопасные активы (т.е. на резервные активы, хранимые за рубежом).

В качестве четвертого серьезного недостатка МВС специалисты называют чрезмерное накопление в отдельных странах официальных инвалютных резервов [2]. По мнению ряда экспертов, стремление стран к самострахованию посредством накопления официальных инвалютных резервов неэффективно в условиях неполноценных денег (*fiat money*). Накопление резервов может быть эффективным, только если аккумулированные странами резервы будут передаваться в управление наднациональному органу. Это позволит смягчить хронический дефицит в мире безопасных активов без соответствующих негативных последствий для стран — эмитентов резервных валют. По мнению одних специалистов, «безопасным» глобальным активом могли бы стать СДР, тогда как другие утверждают, что СДР плохо адаптированы к потребностям в ликвидности глобальной экономики, даже расширение их применения не в состоянии решить структурную неэффективность МВС.

В то же время во многих публикациях, посвященных проблемам современной МВС, упор делается не на недостатках ее функционирования, внимание, как отмечает в своей статье Я. Крегел, сосредоточено на снижении международной покупательной способности доллара и потребности в его замещении в международных резервах денежной единицей, которая бы не была национальной валютой [12].

Предлагаемые реформенные меры многообразны. Ниже рассмотрим предложения о реформировании МВС лишь по одному направлению — снижению роли доллара в МВС. Но для реализации любых изменений, как отмечала еще в 2011 г. К. Лагард, будучи министром финансов Франции, реформа МВС «требует доброй воли, так как улучшения невозможны без компромисса» [13]. К. Лагард еще в то время предлагала в качестве первоочередной меры по реформированию МВС расширить корзину валют СДР с тем, чтобы они в большей мере отражали ситуацию в мировой экономике.

По мнению сторонников такого подхода, расширение перечня валют в корзине СДР обладает рядом преимуществ. Во-первых, это увеличит список резервных валют, что снизит риски концентрации официальных инвалютных резервов. Во-вторых, переход к системе с множеством резервных валют после завершения переходного периода может смягчить остроту дилеммы Триффина, так как безопасные активы будут по-

ставлять несколько стран-эмитентов. В-третьих, возможно расширение способов экстренной поставки международной ликвидности:

- заключение двусторонних своповых соглашений между центральными банками или многосторонних соглашений, в которых МВФ выступает центральным контрагентом;
- расширение кредитных программ МВФ, включая гибкие кредитные линии и кредитные линии предосторожности;
- развитие программ депозитов — размещение инвалютных резервов в МВФ (соглашения об объединении резервов), которые будут более привлекательны для стран-членов, чем самострахование;
- формирование частных рынков активов, номинированных в СДР, что позволит МВФ эмитировать номинированный в СДР долг для удовлетворения экстренной потребности в международной ликвидности [11].

В-четвертых, наряду с расширением перечня валют, включаемых в корзину СДР, возможен пересмотр их функций. Во многих работах предлагается использовать СДР как субститут доллара. Предполагается, что трансформация СДР в субститут доллара позволит снизить волатильность покупательной способности пока доминирующей международной резервной валюты. Также СДР могут в определенной степени способствовать большей глобальной стабильности [14].

В то же время другая группа специалистов подчеркивает, что расширение перечня валют в корзине СДР может усилить риски МВС, так как в этом случае мировая валютная система становится в большей степени подверженной решениям о национальной фискальной и монетарной политике в нескольких странах. В результате вместо ориентации на достижение общей цели поддержания стабильности глобальных финансовых условий страны-эмитенты будут использовать свои преимущества эмитентов резервных валют для решения внутренних задач. Но расширение перечня валют в корзине СДР может стимулировать правительства стран с формирующимися рынками переходить на более гибкие режимы обменных курсов и проводить реформы по устранению капитальных ограничений.

Сторонники мнения, что пока СДР остаются корзиной национальных валют (вне зависимости от их веса в корзине), они не способны решить выявленные структурные проблемы МВС,

поэтому предлагают альтернативные варианты реформирования.

1. Группа известных экономистов предлагают диверсифицировать международные валютные резервы посредством создания наднациональной валюты. В настоящее время в МВС отсутствует механизм автоматического урегулирования дисбалансов по платежным балансам, в результате дефицитные страны сталкиваются с необходимостью проведения политики фискальной консолидации, тогда как у профицитных стран отсутствуют стимулы к реализации структурных преобразований. Одно из «исторически» первых предложений — создание товарной резервной валюты. Оно поддерживалось многими экономистами — от Кейнса до Хайека, а также Комиссией по финансовым реформам ООН, но никогда не тестировалось на практике.

Базовая идея этого предложения состояла в том, что увеличение спроса на международную товарную валюту будет определяться увеличением спроса на сырье, производимое развивающимися странами, а это, в свою очередь, будет способствовать автоматическому урегулированию дисбалансов. Однако, с точки зрения противников указанной идеи, введение СДР или альтернативной валюты в качестве доминирующей не может защитить уже созданные международные долларовые резервы от изменения их ценности в условиях, когда курс доллара отклоняется от уровня, необходимого для достижения внешнего равновесия [12].

2. Другая группа не менее известных экономистов обосновывают необходимость перехода мирового сообщества на единую глобальную валюту. Так, Р. Манделл доказывал пользу от единой мировой валюты, например выравнивание мировых цен и устранение валютных рисков. Он предлагал мировому сообществу перейти на единую глобальную валюту — *interra*, созданную, например, по модели евро, эмитентом которой мог бы стать МВФ [15]. В другом варианте ее эмитентом в будущем может стать Совет по финансовой стабильности как глобальный финансовый регулятор [16].

Но при всех преимуществах подобного решения у него есть важнейший недостаток: его реализовать возможно, только если все государства откажутся от национального монетарного суверенитета и согласятся проводить свою фискальную политику, следуя общим правилам.

В результате в последние годы все большую популярность стала получать идея постепенного и плавного перехода к мировой валютной системе со множеством резервных валют (СМРВ). Среди сторонников СМРВ сильны позиции как тех, кто полагает, что ее формирование должно определяться рыночной конкуренцией валют, так и тех, кто выступает за выработку консенсусного международного соглашения, фиксирующего правила и механизмы СМРВ.

Формирование СМРВ, по мнению сторонников, после завершения переходного периода будет:

- подрывать привилегированное положение доллара как доминирующей резервной валюты;
- способствовать глобальной финансовой стабильности;
- стимулировать большую дисциплинированность внутренних фискальной и монетарной политик в странах — эмитентах резервных валют в силу ужесточения конкуренции между резервными валютами.

В результате страны — участницы СМРВ смогут свободно выбирать предпочтительные наборы резервных валют с учетом приоритетов их национальных политик.

Позиция КНР

Китай стал проявлять интерес к СДР с конца 1970-х годов. Официальная позиция КНР по реформе МВС и роли СДР нашла отражение в выступлении главы Народного банка Китая Чжоу Сюэчуаня в 2009 г. Он отметил, что для поддержания глобальной финансовой стабильности и стимулирования роста мировой экономики следует заместить доллар США СДР, поскольку международная резервная валюта должна удовлетворять следующим условиям:

- быть привязанной к стабильной основе;
- эмитироваться в соответствии с четкими правилами, обеспечивающими ее упорядоченное предложение;
- предложение резервной валюты должно быть гибким и учитывать изменения в спросе;
- урегулирование объема предложения резервной валюты не должно быть привязано к экономическим условиям и суверенным интересам какой-либо одной страны;
- часть официальных резервов должна быть передана странами — членами МВФ в централизованное управление Фондом.

В настоящее время страны — эмитенты резервных валют постоянно сталкиваются с противоречием между целями внутренней монетарной политики и необходимостью удовлетворять спрос других стран на резервные валюты. Поэтому желательной целью реформирования МВС может быть создание международной резервной валюты, курс которой не зависит от политики отдельных стран, а ценность остается стабильной в долгосрочном периоде.

СДР могут стать надсуверенной резервной валютой, но для этого предстоит расширить выполняемые ими функции; увеличить объемы их эмиссии; создать системы расчетов в СДР; стимулировать ценообразование в СДР на товарные и финансовые активы, а также их применение в корпоративном бухучете. Полномасштабное использование СДР как мировой денежной единицы поможет снижать колебания цен на активы, номинированные в национальных валютах, и соответствующие риски. Создание финансовых активов, номинированных в СДР, увеличит их привлекательность [17]. На практике указанный подход трансформировался в проведение КНР курса на включение жэньминьби в валютную корзину СДР.

После 2010 г. Китай активно реализовывал курс на интернационализацию своей валюты. Его успехом стало решение Совета директоров МВФ в ноябре 2015 г. о включении жэньминьби в состав корзины валют СДР и о возможном ее признании глобальной резервной валютой с 1 октября 2016 г.

Для интернационализации жэньминьби в Китае была выбрана модель «торговые расчеты плюс офшорный рынок». Такой подход в наибольшей степени соответствовал модели ориентированного на экспорт экономического роста. К тому же ее реализация допускала сохранение в Китае валютных ограничений в течение продолжительного периода времени [18]. Изначально в Китае признавались, что применение данной модели сопряжено со значительными рисками, неопределенностями и может не привести к желательным результатам. Во многом выбор модели интернационализации жэньминьби «торговые расчеты плюс офшорный рынок» был обусловлен тем, что успех ее реализации позволял стране рассчитывать на ряд важных преимуществ:

- получение значимых выгод в форме более низких процентных расходов, более низкой суверенной и временной премий, повышенного внешнего спроса на национальные активы и т.п.;

- возможность проведения более мягкой (стимулирующей) монетарной политики (чем при прочих равных условиях), позволяющей в меньшей степени реагировать на экзогенные шоки;
- возможность привлекать с мировых рынков и погашать фондирование в национальной валюте по минимально возможной цене;
- снижение вероятности долгового кризиса в силу наличия достаточного внешнего спроса на суверенные и квазисуверенные долговые обязательства;
- минимизация валютного риска для хозяйствующих субъектов [19], усиливающая их международные конкурентные преимущества;
- ускорение проведения финансовых реформ (необходимых для действительного становления жэньминьби в качестве мировой резервной валюты), которые способствовали бы более эффективному размещению внутренних сбережений и их распределению между секторами экономики, расширению доступа для малых и средних предприятий к кредиту и финансовому обслуживанию (что, в свою очередь, позволило бы увеличить внутри страны занятость и производительность ресурсов) [20];
- облегчение внешней экспансии китайского бизнеса. Благодаря этому бизнес сможет перенести экологически грязные и трудоемкие производства в соседние страны, включенные Китаем в мегапроект «Один путь — один (экономический) пояс», а тем самым улучшить международную конкурентоспособность экспортной продукции за счет более низких издержек;
- увеличение тесноты торгово-экономических связей с Китаем стран-партнеров, что будет стимулировать их включать в состав своих инвалютных резервов жэньминьби, тем самым кредитовать китайскую экономику и создавать внешний спрос на китайские активы.

Включив жэньминьби в валютную корзину СДР, МВФ нарушил один из двух важнейших критериев выбора валют для корзины СДР — критерий «свободного использования» валюты. По этой причине включение жэньминьби в перечень резервных валют способно обострить ряд уже проявившихся в мировой финансовой системе проблем и противоречий, а также создать новые:

- усиление конкуренции между долларом США и валютой КНР. Это способно обострить валютные войны между основными участниками трансграничных операций, дестабилизировать мировую финансовую систему и, в крайнем

случае, привести даже к распаду ее нынешней архитектуры;

- возможность доступа к чрезвычайной международной ликвидности получают не все страны и не на рыночных условиях, а только те, у которых сложились хорошие политические отношения с Китаем, благодаря которым Народный банк Китая будет открывать им экстренные кредитные линии (заключать сделки валютных свопов);
- принятие решений о необходимом объеме и структуре официальных инвалютных резервов, стратегий управления ими в большей степени, чем в настоящее время, сместится в политическую плоскость;
- страны, не являющиеся эмитентами глобальных резервных валют, вместо косвенной зависимости от финансово-экономической политики США будут вынуждены напрямую подстраивать свою финансово-экономическую политику под китайские интересы.

Возможные сценарии эволюции МВС

И западные, и китайские специалисты полагают, что возможны три основных сценария развития МВС.

Первый сценарий: сохранение за долларом функций доминирующей резервной валюты. В настоящее время и политики, и эксперты отмечают, что доллар, оставаясь преобладающей резервной валютой, постепенно обесценивается, потому менее эффективно выполняет функцию запаса ценности. Основание для сомнения в том, что доллар сохранит позиции доминирующей глобальной валюты, — огромные внешние дефициты США. Но в краткосрочном периоде доллар останется основной счетной единицей при ценообразовании и важным средством обмена в трансграничных сделках. Такие перспективы доллара обусловлены не столько фундаментальными факторами развития экономики США, сколько отсутствием привлекательной альтернативы. Участникам внешнеэкономической деятельности известны недостатки доллара, но они меньше, чем у других резервных валют (евро, фунт, иена) и жэньминьби. В краткосрочной перспективе валюты стран с формирующимися рынками, прежде всего Китая и Индии, не станут серьезными субститутами доллара как глобальной или резервной валюты.

По сути, этот сценарий предполагает сохранение современной МВС с характерными для нее



дестабилизирующими трансграничными потоками капиталов и волатильностью обменных курсов, периодическими региональными и глобальными финансовыми кризисами, усиливающими вероятность коллапса системы.

Второй сценарий: возникновение мировой валютной системы с множеством резервных валют (СМРВ). В рамках СМРВ функции резервных валют будут выполнять три основные валюты (доллар, евро, жэньминьби), а также, хотя и в незначительных объемах, иена и швейцарский франк. В перспективе возможно становление в качестве резервных валют крупных формирующихся экономик (например, Индии и Бразилии).

Такая система, основанная на национальных валютах нескольких крупных экономик, не позволит решить дилемму Триффина, но СМРВ может существенно ослабить остроту проблемы, уменьшая негативные последствия для мировой экономики роста внешнего дефицита у одной страны — эмитента резервной валюты. Так, если в СМРВ доли основных резервных валют будут составлять более половины в мировых инвалютных резервах, это позволит США поддерживать свой дефицит текущего счета на управляемом уровне. В СМРВ страны — эмитенты резервных активов будут получать выгоды от премии ликвидности («исключительная привилегия») до тех пор, пока национальные фискальные возможности позволят им поддерживать статус эмитента резервной валюты. Усиление фискальной конкуренции вынудит страны — эмитенты резервных валют проводить более осторожную фискальную политику. Наконец, через увеличение степени замещения между различными резервными активами СМРВ может ограничивать колебания обменных курсов и цены на резервные активы (процентные ставки). Но в долгосрочном периоде СМРВ не будет устойчивой, а скорее, станет переходной системой, в которой сохранятся нестабильность трансграничных потоков капиталов и волатильность обменных курсов.

Третий сценарий: создание наднациональной международной валюты. В 2009 г. Комиссия ООН по финансовым реформам выделила ряд серьезных проблем, характерных для МВС с единственной резервной валютой. Эксперты Комиссии ООН доказывали, что СМРВ может быть хуже, чем МВС с единственной резервной валютой, в силу большей нестабильности. По их мнению, глобальный финансовый кризис представляет собой идеальную

возможность сформировать новую наднациональную глобальную резервную валюту. Но для реализации этого сценария необходимы политическая воля и консенсусное решение основных глобальных экономик реформировать МВС и движение в сторону новой наднациональной валюты [21].

Решение МВФ о включении жэньминьби в перечень резервных валют СДР — важный шаг формирования СМРВ. Но сложится ли она, зависит, как полагают многие эксперты, от перспектив экономического развития азиатских экономик, которые неопределенны в условиях Великой рецессии и обострения долговых проблем всех хозяйствующих субъектов. В самом общем плане возможны три варианта.

1. Процветающая Азия. Азиатские экономики смогут трансформировать национальные модели развития, что будет способствовать росту их экономик и экономик остальных стран мира. К середине XXI в. жэньминьби и индийская рупия вместе с иеной станут тремя важными международными резервными валютами наряду с долларом и евро. Это может привести к трансформации СДР в важную денежную единицу для официального клиринга между национальными центральными банками и счетную единицу суверенных резервов, хранимых в МВФ, а субъекты частного сектора смогут привлекать фондирование, эмитируя пассивы, номинированные в СДР. Одновременно МВФ станет глобальным центральным банком, ответственным за поддержание глобальной финансовой стабильности и оказание поддержки дефицитным и кризисным странам.

2. Стагнация в Азии. Природные, экологические катаклизмы и вооруженные конфликты ввергнут регион в стагнацию. В этом случае доллар останется доминирующей резервной валютой, а США сохранят позиции ведущей глобальной экономики. Евро сможет сохранить роль второй наиболее важной резервной валюты, если страны зоны евро успешно реализуют болезненные финансовые реформы и станут юрисдикцией, в которой проводится единая монетарная и фискальная политика. За МВФ останутся функции финансового регулятора и кризисного менеджера, устанавливающего жесткие правила для дефицитных и кризисных экономик.

3. Продолжительная рецессия. Страны Азии не смогут изменить текущие модели экономического развития, ориентированные на экспорт. Неустойчивое восстановление развитых эконо-



мик и обострение проблем суверенного долга, а также старение населения (возможно, и распад зоны евро) резко снизят спрос на продукцию азиатских экономик. Сжатие возможностей для экспорта спровоцирует в странах Азии обострение внутренних проблем (рост безработицы, инфляции, неработающих активов, суверенного долга и др.), что подорвет доверие к валютам азиатских стран, даже если ряд из них будет включен в корзину СДР. В результате усилится неустойчивость МВС, вплоть до ее фрагментации [22].

Совет директоров МВФ во многом по политическим причинам сделал выбор в пользу формирования СМРВ, но ее устойчивость возможна, только если азиатский регион будет демонстрировать стабильные высокие (выше среднемировых) темпы экономического роста. Если же в регионе усилится рецессия, то СМРВ будет увеличивать экономические и финансовые риски мировой экономики. Устойчивое функционирование СМРВ предполагает, что предлагаемые странами — эмитентами резервных валют активы выступают практически полными субститутами. Но, поскольку все страны — эмитенты резервных валют в первую очередь преследуют национальные интересы, даже незначительные фактические или предполагаемые инвесторами изменения, например в фискальной или монетарной политике одной страны, будут вызывать масштабные и часто неожиданные трансграничные потоки капиталов. В свою очередь, отток трансграничных инвестиций в активы, номинированные в резервной валюте страны, где, например, ускорились темпы инфляции или су-

щественно замедлились темпы экономического роста, может вести к тому, что доверие к этой резервной валюте резко снизится, и она неожиданно фактически утратит свой статус резервной валюты [11].

За последние 200 лет МВС периодически сталкивалась с серьезными кризисами. Нынешний курс МВФ на формирование СМРВ был выбран как компромиссный вариант реформирования мировой валютной системы. Включение жэньминьби в перечень валютной корзины СДР удовлетворяет политические амбиции Китая и может рассматриваться рядом политологов как признание мировым сообществом растущей значимости стран с формирующимися рынками в мировой экономике. В то же время возможное признание жэньминьби резервной валютой наряду со значительным увеличением ее страновой квоты в МВФ не решает базовых проблем и противоречий в современной мировой валютной системе. Более того, расширение перечня международных резервных валют может усилить присущие современной МВС проблемы и затруднить проведение дальнейших преобразований международной валютной и финансовой архитектуры, если страны — эмитенты резервных валют продолжат использовать МВС в собственных интересах. В заключение следует привести вывод исследования Дж. Тейлора: «если каждая страна будет проводить основанную на правилах монетарную политику, нацеленную на поддержание национальной экономической стабильности, то мир будет двигаться в сторону международного кооперативного равновесия» [23].

Литература/References

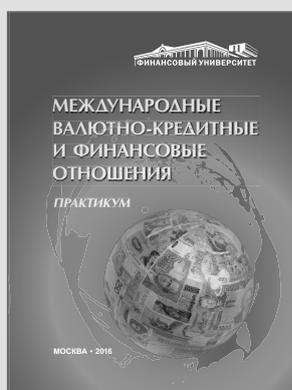
1. Strauss-Kahn D. Toward a More Stable International Monetary System. Available at: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/021011.htm> (in English).
2. Borio C. The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it. BIS Working Papers, 2014, no. 456 (in English).
3. Уайт У.Р. Системный сбой // Финансы и развитие. МВФ, 2015. Март. С. 44 (in Russian).
4. Uajt U.R. System failure [Sistemnyj sboj]. *Finance and development — Finansy i razvitie*, MVF, 2015, Mart, p. 44 (in Russian).
5. Virmani A. Global Economic Governance: IMF Quota Reform. IMF working paper, 2011, no. 208 (in English).
6. Johnston M. Which Economy Is Larger — The United States or China? Available at: <http://www.investopedia.com/articles/investing/101215/which-economy-larger-united-states-or-china.asp>. Review of the method of valuation of the SDR — initial considerations. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf> (in English).
7. Lin J.Y., Fardoust S., Rosenblatt D. Reform of the International Monetary System: A Jagged History and Uncertain Prospects. Available at: <https://www.openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/9349/WPS6070.pdf?sequence=1> (in English).



8. Mohan R., Patra M.D., Kapur M. // The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go? IMF Working Paper, 2013, no. 224, p. 7.
9. Caliori A. Updating the International Monetary System to Respond to Current Global Challenges: Can It Happen Within the Existing Legal Framework? Available at: <https://www.coc.org/files/UpdatingIMS.pdf>.
10. 2015 External Sector Report. Available at: <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx>.
11. Farhi E., Gourinchas P., Rey H. Reforming the international monetary system. Available at: <http://www.voxeu.org/article/reforming-international-monetary-system-introducing-new-ereport>.
12. Global policy forum. The Reform of the International Monetary System. Available at: <https://www.globalpolicy.org/security-council/index-of-countries-on-the-security-council-agenda/47980-the-reform-of-the-international-monetary-system.html>.
13. International monetary Fund. Panel Calls for Greater Asian Role in International System. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW050511A.htm>.
14. European Central Bank. The reform of the international monetary system. Speech by Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111216.en.html>.
15. Mundell R. Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform. Available at: <http://www.columbia.edu/~ram15/cema2000.html>.
16. Marshall A.G. The Financial New World Order: Towards a Global Currency and World Government. Available at: <http://www.globalresearch.ca/the-financial-new-world-order-towards-a-global-currency-and-world-government/13070>.
17. Zhou Xiaochuan: Reform the International Monetary System. Available at: <http://www.pbc.gov.cn/english/130724/2842945/index.html>.
18. Qiyuan X., Fan H. The influence of rmb internationalization on the Chinese economy: theory and policy // Centre for International Governance Innovation papers, 2015, February, no. 58.
19. The conversation. Available at: <http://theconversation.com/rise-of-chinas-yuan-is-much-ado-about-little-48804>.
20. Prasad E. The Chinese renminbi is ready to take its place on the global stage. Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7460b8d6-052d-11e5-8612-00144feabdc0.html#axzz3vas1UbU>.
21. Huang Y. The future of the international currency system and China's RMB. Available at: <http://www.eastasiaforum.org/2010/02/28/the-future-of-the-international-currency-system-and-chinas-rmb/> (in English).
22. Sheng A. Financial scenarios for Asia and the world. Available at: <http://www.eastasiaforum.org/2013/08/21/financial-scenarios-for-asia-and-the-world/>.
23. Taylor J. A Rules-Based International Monetary System for the Future. Available at: http://web.stanford.edu/~johntayl/2015_pdfs/Plaza_at_30_Paper-Taylor-Revised-Oct2015.pdf.



КНИЖНАЯ ПОЛКА



Звонова Е.А., Игнатова О.В., Прудникова А.А. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: практикум / под ред. Е.А. Звонковой. М.: Финансовый университет, 2016. 108 с.

ISBN 978-5-7942-1326-3

Практикум «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения» охватывает десять основных тем дисциплины, каждая из которых состоит из тестов, направленных на закрепление теоретического материала, и из практико-ориентированных заданий, формирующих навыки практической работы.

Издание предназначено для студентов и преподавателей в области мировых финансов и мировой экономики.

