

# Навстречу многополярной системе

Мы должны подготовиться к переходу к более безопасной и эффективной международной валютной системе, который может оказаться непростым

Эммануэль Фархи



**ЗА ПОСЛЕДНИЕ ДВА СТОЛЕТИЯ** международная валютная система претерпела ряд изменений в процессе перехода от золотого стандарта к существующей системе гибких обменных курсов.

Тем не менее, в течение всего этого времени ей была присуща одна постоянная особенность: в системе почти всегда доминировала одна валюта. До Первой мировой войны это был фунт стерлингов. После беспокойного периода между двумя мировыми войнами, когда параллельно использовались фунт и доллар, последний в конечном итоге взял верх после окончания Второй мировой войны.

Господство доллара пережило конец долларовой валютного стандарта, установленного Бреттонвудским соглашением, да и из глобального финансового кризиса доллар вышел еще более сильным, чем прежде. В то же время появляются новые конкуренты — евро и китайский юань. Как будет разворачиваться эта геополитическая конкуренция валют? Как нам подготовиться? Прислушиваясь к урокам истории, мы можем проследить за сценариями и составить планы действий на случай непредвиденных обстоятельств для следующего этапа развития международной валютной системы.

## Господство доллара

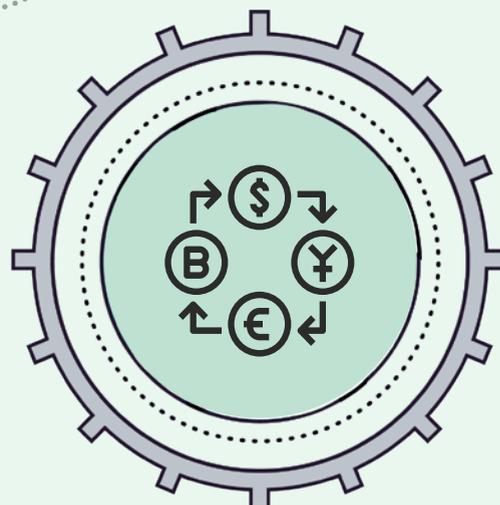
Сегодня в результате доминирования доллара Соединенные Штаты являются мировым банкиром. Именно поэтому

эта страна, по словам Валери Жискара д'Эстена, пользуется непомерными привилегиями и несет непомерные обязанности. Прямо или косвенно США являются основным поставщиком безопасных и ликвидных активов для остального мира, эмитентом господствующей валюты расчетов по торговым операциям, самой мощной силой в рамках глобальной денежно-кредитной политики и главным кредитором последней инстанции.

Эти качества усиливают друг друга. Господство доллара в торговых расчетах делает более привлекательным заимствование в долларах, что, в свою очередь, делает более желательным ценообразование в долларах; роль США как кредитора последней инстанции делает более безопасным заимствование в долларах, что, в свою очередь, повышает ответственность Соединенных Штатов во времена кризисов. Все эти факторы закрепляют особое положение Соединенных Штатов.

Это не означает, что в ориентированной на доллар международной валютной системе нет никаких проблем. В мире наблюдается растущий и, похоже, неутолимый спрос на безопасные активы или активы, которые не несут высокого риска убытков на любых этапах рыночных циклов. Возникший в результате дефицит безопасных активов привел к снижению процентных ставок по относительно безрисковым инвестициям до беспрецедентно низких уровней и усилил серьезные и устойчивые проблемы в глобальном масштабе как для макроэкономической стабильности (увеличивая вероятность достижения нулевой нижней границы), так и для финансовой стабильности (подталкивая инвесторов к увеличению доли заемных средств и принятию рисков в погоне за доходностью).

Это также создает условия для возникновения нового так называемого парадокса Триффина: в долгосрочной перспективе единственный способ, которым Соединенные Штаты могут удовлетворять этот растущий глобальный спрос на безопасные активы, — это растягивать до предела свои бюджетные и финансовые возможности, что может подорвать доверие инвесторов к доллару и привести к волатильности и «самореализующимся» кризисам. Именно



такой механизм, описанный десятилетием ранее бельгийским экономистом Робертом Трифффином, обрушил Бреттонвудскую систему, вынудив Соединенные Штаты отказаться от золотого стандарта и перейти на плавающий обменный курс после «спекулятивных» атак на доллар.

Неизбежное появление на мировой сцене новых конкурентов, таких как евро и юань, может стать выходом из сложившейся ситуации в долгосрочной перспективе. А сама конкуренция может принести сопутствующие ей обычные преимущества, делая международную валютную систему более безопасной и эффективной. Такая конкуренция позволит устранить дефицит безопасных активов, ликвидировать новый парадокс Трифффина и освободить Соединенные Штаты от непомерных обязанностей и привилегий.

## Конкретные шаги

Однако по-настоящему многополярная международная валютная система не может появиться за один день. Зона евро и Китай иногда предпринимают агрессивные шаги для укрепления международной роли своих валют, но репутация и институты не создаются в одночасье, а организованные попытки сохранить статус-кво могут не прекратиться никогда.

Кроме того, нестабильность валют в период между мировыми войнами, когда фунт стерлингов и доллар использовались параллельно, должна напоминать нам о том, что в среднесрочной перспективе может возникнуть еще большая нестабильность. Часть этой нестабильности, по мнению эстонского экономиста Рагнара Нурксе, возникла из-за действий самих инвесторов, которые часто меняли валютную структуру своих портфелей. Урок для нашего времени заключается в том, что с появлением у доллара конкурентов международным инвесторам будет куда уйти, если они решат отказаться от доллара. Это может усугубить дестабилизирующие спекуляции и привести к «самореализующемуся» кризису доверия.

Можно сказать, что потребуется время на то, чтобы преимущества конкуренции между валютами материализовались. Тем временем инвесторы должны подготовиться к потенциально неупорядоченному периоду перехода к многополярной международной валютной системе.

Международное сообщество может предпринять конкретные шаги для подготовки к этим вызовам. Оно могло бы, конечно, попытаться простимулировать и ускорить переход к действительно многополярной системе. Однако наиболее важным и действенным приоритетом является укрепление глобальной системы финансовой безопасности с двойной целью — сделать глобальную финансовую систему более устойчивой и уменьшить мировой дефицит безопасных активов, тем самым смягчив его дестабилизирующие последствия.

Некоторые конкретные меры связаны с сохранением способности центральных банков и правительств выступать в качестве кредиторов последней инстанции в своих собственных странах. Другие меры способствуют заключению децентрализованных договоренностей между странами: механизмы совместного использования резервов, посредством которых несколько стран объединяет свои резервы в целях экономии, и двусторонние соглашения о своповых кредитных линиях между центральными банками, которые позволяют одному банку заимствовать валюту другого под залоговое обеспечение. Существуют и другие меры, которые направлены на укрепление существующих механизмов и расширение финансового потенциала МВФ, — международной организации, находящейся в центре многосторонней системы, а также на усиление поддержки Фондом децентрализованных механизмов.

В более радикальном смысле, возможно, мы могли бы предусмотреть еще большую роль для МВФ, адаптировав и модернизировав некоторые старые идеи из канувших в историю планов Кейнса-Трифффина. МВФ мог бы централизовать соглашения о совместном использовании резервов посредством управления глобальным депозитным механизмом, созданным на основе существующего специального права заимствования. Он мог бы также придать многосторонний характер сети децентрализованных, немногочисленных и дискреционных двусторонних своповых кредитных линий центральных банков и укрепить ее многолучевой структурой. Этого можно достичь либо выступая в качестве центрального расчетного центра для контрагентов и андеррайтера двусторонних своповых кредитных линий, либо предоставляя собственные краткосрочные своповые механизмы.

Известное высказывание экономиста Массачусетского технологического института Рудигера Дорнбуша гласит: «В экономике все происходит медленнее, чем вы предполагаете, но все же быстрее, чем вы ожидали». Сейчас самое время заняться подготовкой. **ФР**

**ЭММАНУЭЛЬ ФАРХИ** — профессор экономики Гарвардского университета, стипендиат программы Роберта К. Вагоннера.