

© 2018

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник

Института экономики РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ЭВОЛЮЦИИ МИРОВОЙ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

В статье предпринята попытка сформулировать концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы, которые определяют правила ее функционирования и межгосударственного регулирования, с учетом уроков современного мирового финансово-экономического кризиса. Систематизированы и проанализированы основные направления реформы Ямайской валютной системы по линии введения многовалютного стандарта, наднациональной валюты, определения судьбы золота в мировой валютной системе, выбора режима валютного курса, перестройки деятельности МВФ как института межгосударственного валютного регулирования.

Ключевые слова: мировая валютная система, многовалютный стандарт, наднациональная мировая валюта, золото, режим валютного курса, Международный валютный фонд, мировой валютно-финансовый кризис, региональные валюты.

DOI: 10.31857/S020736760000812-2

1. Нестабильность глобального рынка капиталов и нефтяные спекуляции

Существующий в настоящее время колоссальный объем покупок американских гособлигаций нерезидентами — важнейшее условие стабильности финансовой системы страны. С помощью этого механизма осуществляется стерилизация долларовой эмиссии. Другими словами, эмитированные деньги до сих пор не оказывали существенного влияния на инфляцию. На этом зиждется американская финансовая система.

Вследствие развития торговли производными контрактами на Нью-Йоркской товарно-сырьевой бирже (NYMEX) произошло вливание больших объемов капитала на нефтяной рынок. Он превратился из классического во фьючерсную разновидность финансового рынка и приобрел высокую волатильность, свойственную валютно-финансовым рынкам. Биржевой способ ценообразования нефти привел к тому, что цена на нефть начала определяться её ценностью как финансового актива и стала тесно коррелировать с такими факторами как фондовые индексы, в частности S&P 500, Dow Jones Index, курс доллара и его инфляционные ожидания.

В начале 2014 г. мировые фондовые индексы начали расти, а цена на нефть оставалась на уровне 100 долл. за баррель. Это привело к схлопыванию пузыря осенью 2014 г.

Поскольку цена на нефть выражена в долларах США, корреляция между нефтяными котировками и курсом доллара очевидна. Укрепление курса американской валюты ведет к росту её покупательной способности и, следовательно, к снижению цены, выраженной в долларах,

а увеличение цен на нефть ведет к долларовой инфляции и снижению его курса. Нефтяные фьючерсы являются инструментами защиты от долларовой инфляции. При реальном и ожидаемом низком уровне долларовой инфляции уменьшается спрос на нефтяные фьючерсы, что приводит к снижению цен на сырую нефть. С 2000-х годов коэффициент корреляции между курсом американской валюты и индексом сырьевых товаров Всемирного банка, одним из наиболее широко используемых индикаторов состояния мирового товарного рынка, учитывающим поведение цен на семнадцать основных видов сырьевой продукции, достиг значения в $-0,90$ (рис. 1). Иными словами, в последние годы изменение стоимости сырья более чем на 70% объяснялось динамикой курса доллара. Так, при укреплении курса доллара относительно европейской валюты на 1% цена барреля нефти снижалась в среднем на 3 долл.

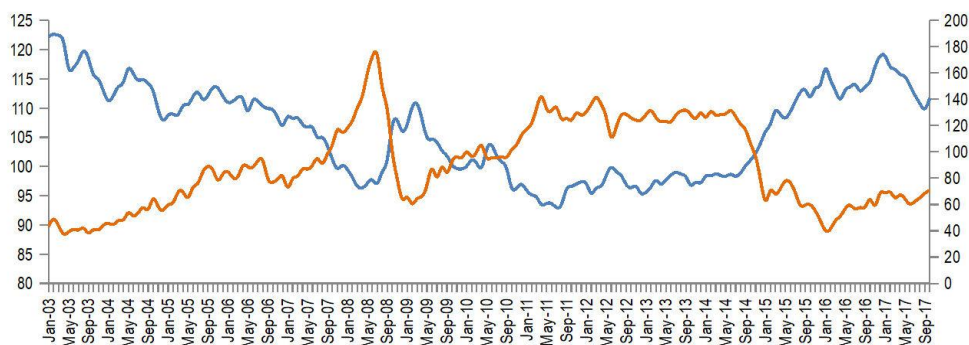


Рис. 1. Динамика реального эффективного валютного курса доллара США и индекс сырьевых товаров Всемирного банка, 2003-2017 гг. (2010=100)

Источник: Банк международных расчетов и Всемирный банк.

Таким образом, основу текущего поведения цен определяет не столько баланс спроса и предложения, сколько движение капитала и курс американской валюты.

Уменьшение мировых цен на сырье, вызванное укреплением доллара, в свою очередь, заметно снизило глобальную инфляцию. За последние два года ежегодные темпы роста потребительских цен выросли в мире в среднем на 2%, в том числе на 1-1,5% в развитых странах и на 3-4% в развивающихся.

При этом неопределенность перспектив мировой экономики подталкивает международных инвесторов к уменьшению вложений в другие ведущие валюты, прежде всего евро, и увеличению долларовых активов. Это формирует предпосылки для снижения цен на нефть, что усиливает нестабильность на глобальном валютном рынке и оказывает негативное влияние на экономическое развитие развивающихся стран. По прогнозу Организации экономического сотрудничества и развития, вследствие нестабильности ситуации на международных валютно-финансовых рынках темпы роста ВВП стран БРИКС в 2015-2017 гг. не превысят 6% (табл. 1).

Таблица 1

**Темпы прироста ВВП в ключевых странах «Большой двадцатки»,
2003-2019 гг.**

Страны и/или регионы мира	2003 г.	2005 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Зона евро	1,0	1,8	2,0	1,6	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,4	2,2	1,9
США	1,8	3,3	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,5	2,1
Япония	0,1	1,7	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,3	1,1	1,0	1,5	1,2	1,0
Россия	4,7	6,4	4,5	4,3	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,9	1,9	1,5
Китай	9,1	11,4	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,4
Индия	3,8	9,3	10,3	6,6	5,5	6,4	7,5	8,0	7,1	6,7	7,0	7,4
БРИКС	6,7	8,1	9,0	7,3	5,8	5,8	5,2	4,0	4,4	5,2	5,4	5,4
ОЭСР	1,7	2,8	3,0	2,0	1,3	1,5	2,2	2,5	1,8	2,4	2,4	2,1
Страны, не входящие в ОЭСР	4,8	7,5	7,8	6,3	5,2	5,0	4,6	4,0	4,1	4,6	4,9	4,8
Мир	2,9	4,8	5,4	4,2	3,3	3,3	3,5	3,3	3,1	3,6	3,7	3,6
2018-2019 г. — оценка.												
Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.												

2. Причины роста глобальной валютной нестабильности

Наблюдаемое усиление нестабильности на валютных рынках стало закономерным результатом происходивших в последние пятнадцать лет масштабных структурных изменений в глобальной экономике, способствовавших накоплению в ней значительных торговых и инвестиционных дисбалансов.

Либерализация внешней торговли и углубление процессов глобализации привели к многократному увеличению денежных потоков товаров, услуг и капитала между странами. По сравнению с 2005 г. по 2016 г. объем экспорта товарами стран «Большой двадцатки» вырос на 51,4% и составил 12,39 трлн долл. (рис. 2), поступивших прямых иностранных инвестиций — на 40,7% до 1,23 трлн долл. (рис. 3).

При этом в структуре трансграничных товарных и финансовых потоков существенно увеличивалась доля развивающихся стран, что стало следствием их активной политики по продвижению экспорта и привлечению иностранных инвестиций.

Расширение международных торговых связей сопровождалось постепенным нарастанием глобальных дисбалансов, прежде всего в отношениях между развивающимися странами и США — крупнейшим мировым импортером, на долю которого приходится 20% глобального импорта товаров и услуг. С одной стороны, опережающий рост экспортных доходов развивающихся стран способствовал формированию устойчивого положительного сальдо их внешней торговли. С другой стороны, резкое снижение нормы сбережений и увеличение потребления в США обер-

нулось существенным ухудшением состояния торгового баланса страны (по методологии платежного баланса), дефицит которого за 2003-2016 гг. вырос на 38,9% с 541,6 млрд долл. до 752,5 млрд долл.

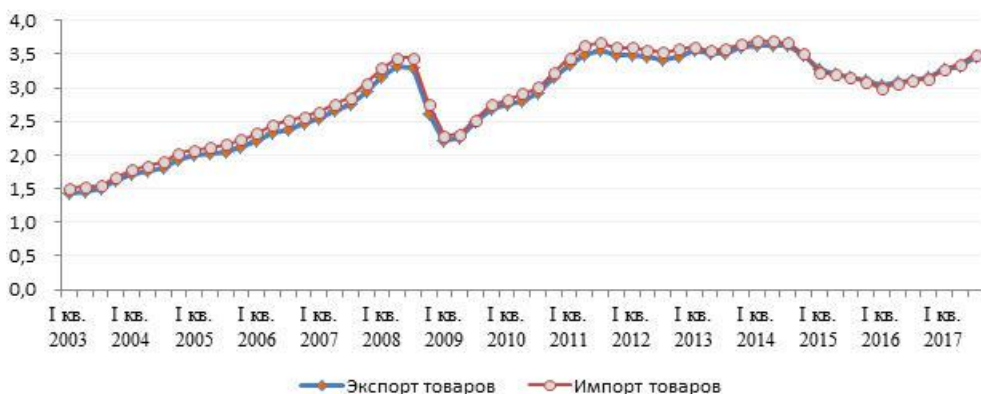


Рис. 2. Экспорт и импорт товаров странами «Большой двадцатки», трлн долл. США, 2003-2017 гг.

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

В условиях плавающих валютных курсов накопление США отрицательного сальдо должно было бы привести к ослаблению доллара по отношению к валютам их основных торговых партнеров, что, в свою очередь, способствовало бы постепенному сокращению возросшего дефицита торгового баланса страны. Курс доллара, однако, длительное время не только не снижался, но и, наоборот, укреплялся по отношению к другим валютам. Необычайная устойчивость американской валюты во второй половине 1990-х — начале 2000-х годов была обусловлена, в первую очередь, высоким спросом на доллар, сохранявшимся в это время на глобальных рынках. Этот спрос стимулировался несколькими основными факторами.

Во-первых, центральные банки развивающихся стран — крупных торговых партнеров США (в том числе Китая, государств Персидского залива и Латинской Америки) активно скупали, часто по фиксированным курсам, поступающие от национальных экспортеров доллары и накапливали их в официальных резервах, не давая тем самым излишкам американской валюты попасть на валютные рынки и обесценить ее.

Во-вторых, более быстрые по сравнению с другими развитыми странами темпы роста экономики США с 1996 г. по 2001 г. и высокая доходность долларовых активов, подогревая бумом на фондовом рынке, способствовали увеличению спроса на американскую валюту со стороны прямых и портфельных инвесторов, в частности из Японии и Западной Европы. Наконец, кризисные явления в валютно-финансовой сфере, охватившие многие развивающиеся страны, в частности государства Юго-Восточной Азии, Россию и Аргентину в 1998-2001 гг., также усилили спрос международных инвесторов на американскую валюту и увеличили приток зарубежного капитала на финансовый рынок США.

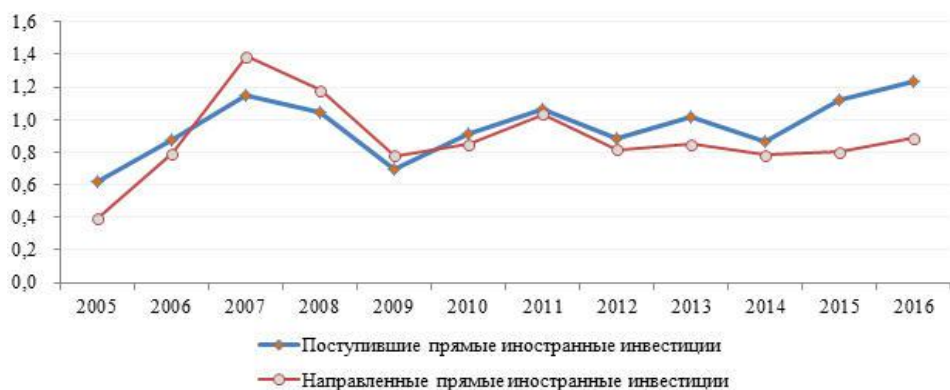


Рис. 3. Объем поступивших прямых иностранных инвестиций стран «Большой двадцатки», трлн долл. США, 2003-2017 гг.

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

Тенденция к постепенному ослаблению курса доллара на мировом валютном рынке наметилась с 2002 г. Ее основными предпосылками стали:

- Появление единой европейской валюты — евро, которая стала активно использоваться для размещения средств центральных банков и международных частных инвесторов, спровоцировав тем самым заметное сокращение глобального спроса на доллар;
- Уменьшение спроса на американскую валюту со стороны инвесторов из других развитых стран вследствие схлопывания «пузыря» в секторе высокотехнологичных компаний, спровоцировавшего в 2001 г. значительное падение американского фондового рынка, и последовавшего за этим резкого снижения процентных ставок в США (эти факторы привели, в частности, к формированию в 2002-2004 гг. отрицательного сальдо финансовых операций США со странами Европейского Союза);
- Переход ряда крупных развивающихся стран, в частности России и Китая, к повышению курса национальных валют по отношению к доллару.

Ослабление доллара, однако, не привело в 2000-е годы к заметному снижению внешнеторгового дефицита США, в первую очередь, из-за ограниченного влияния валютного курса на объемы и стоимость американского импорта. Прежде всего, экспортеры из развивающихся стран предпочитают поступиться частью доходов, чем потерять часть приоритетного для них рынка США, и не стремятся повышать цены на свою продукцию.

Таблица 2

**Эластичность цен на импортные товары к валютному курсу
в развитых экономиках**

Страна	Месяц	Полгода	Год	18 месяцев
Зона евро	0,03	0,42	0,81	1,17
США	0,06	0,15	0,18	0,30
Япония	0,61	0,56	0,57	0,57
Великобритания	0,28	0,58	0,57	0,60
Канада	0,68	0,54	0,62	0,68

Источник: Faruquee H. Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area // IMF Staff Papers. 2006. Vol. 53. No. 1. P. 63-88.

Так, по данным МВФ, с удешевлением доллара на 10% цены на американский импорт увеличиваются за год менее чем на 2%, тогда как аналогичное снижение курса единой европейской валюты приводит к удорожанию импортируемых странами зоны евро товаров на 8% (табл. 2). Кроме того, существенное снижение процентных ставок в первой половине 2000-х годов и вызванный этим кредитный бум в экономике США также поощряли быстрый рост потребления импортной продукции американскими предприятиями и домохозяйствами.

Накопление дефицита торгового баланса сопровождалось неизбежным ростом внешней задолженности США, превратившихся за последние полтора десятилетия в крупнейшего должника. В 2016 г. внешний долг США (рис. 4) составил 31,8% ВВП, увеличившись на 19,0 п.п. по отношению к 2003 г.

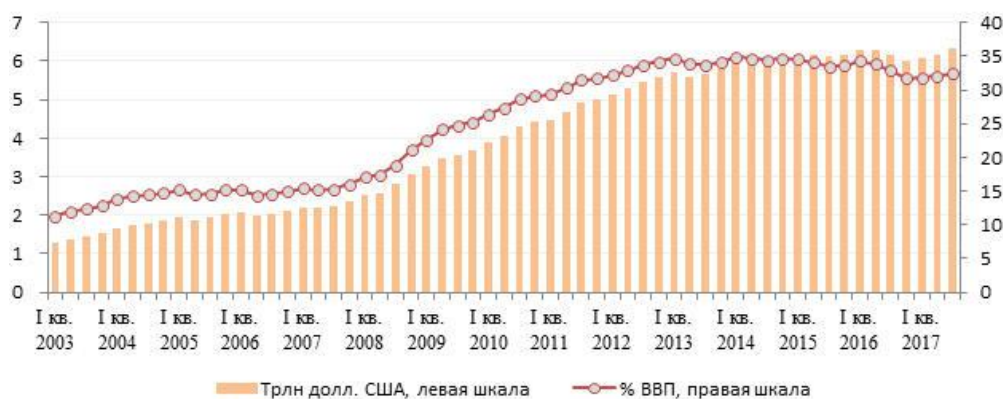


Рис. 4. Внешний долг США, 2003-2017 г.

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития и Федеральная резервная система США.

При этом повсеместное использование США собственной валюты для финансирования растущего дефицита торгового баланса способствовало накоплению значительных долларовых резервов развивающимися странами, которые благодаря устойчивому положительному сальдо превратились в 2000-е годы в ведущих мировых экспортеров капитала. До недавнего времени эти авуары активно инвестировались в американские ценные бумаги, в том числе казначейские обязательства, корпоративные акции и облигации, производные бумаги, обеспеченные активами, включая ипотечные закладные.

В 2007-2008 гг. ситуация для США, однако, заметно ухудшилась. В результате острого кризиса на рынке недвижимости резко замедлились темпы роста американской экономики, а крах пирамиды высокорисковой ипотеки sub-prime, повлекший за собой огромные убытки инвесторов по всему миру, поставил под серьезное сомнение качество многих видов американских финансовых инструментов, обращающихся на глобальных рынках.

Сокращение вложений нерезидентов в американские ценные бумаги было отчасти компенсировано увеличением их инвестиций в государственные долговые обязательства США. В условиях роста глобальной финансовой нестабильности казначейские обязательства США рассматриваются международными инвесторами как наиболее надежное прибежище для хранения капитала. Растущая долговая нагрузка на бюджет США, усугубляемая финансовыми трудностями крупнейших корпоративных компаний, в санацию которых американскому правительству предстоит вложить значительные средства, способна, однако, охладить интерес нерезидентов даже к этим финансовым инструментам, подтолкнув их к размещению своих капиталов в других странах. Это способно привести к резкой девальвации доллара и дестабилизации мирового валютного рынка. При этом огромная долговая нагрузка на экономику, а также необходимость стимулирования замедлившегося экономического роста в современных условиях существенно ограничивают возможности монетарных властей по проведению политики высоких процентных ставок, которая содействовала бы привлечению иностранного капитала и укреплению курса доллара (рис. 5).

Эти факторы, а также значительное ухудшение международных позиций доллара в последнее время способны серьезно затруднить США привлечение иностранного капитала. Это, в свою очередь, повышает риск дальнейшего обесценения доллара и в целом ставит под сомнение долгосрочную жизнеспособность существующей конфигурации мировой валютной системы, основанной на «вере в доллар».



Рис. 5. Процентные ставки в США, 2003-2017 гг.

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития и Банк международных расчетов.

3. Перспективы доллара США

Вопрос, сможет ли какая-либо другая валюта бросить вызов доллару в качестве лидирующей мировой валюты, заслуживает более пристального внимания, поскольку этот вопрос вновь стал предметом острых дискуссий в наши дни — в период усиления международной платежной разбалансированности. Пессимистично настроенные аналитики прогнозируют в перспективе еще большее ослабление доллара и масштабные потрясения на глобальных валютно-финансовых рынках. Их опасения основываются на ряде объективных предпосылок:

- Сохранение значительного внешнеторгового дефицита США, покрытие которого требует дальнейшего наращивания долговых обязательств перед нерезидентами, что в условиях резкого ухудшения состояния американских финансовых рынков может оказаться затруднено;
- Быстрый рост дефицита федерального бюджета США, размер которого по итогам 2018 г. прогнозируется на уровне 5,2% к ВВП;
- Постепенное увеличение спроса развивающихся стран на евро в качестве резервной и инвестиционной валюты;
- Возможность появления в недалеком будущем региональной валюты (в частности, предполагается, что одной из таких валют мог бы стать российский рубль).

Наряду с факторами, объективно способствующими ослаблению доллара, имеется и немало обстоятельств, позволяющих утверждать, что никакого краха доллара в обозримом будущем не произойдет, и он сохранит статус ведущей мировой валюты. Во-первых, в значительной девальвации доллара и демонтаже существующей структуры мировой валютной системы не заинтересованы наиболее крупные и влиятельные

участники международных финансово-экономических отношений: центральные банки развитых и развивающихся стран, транснациональные корпорации, международные банковские группы. Нарастание проблем с долларом привело бы к серьезному обесценению долларовых активов, ускорению глобальной инфляции, сокращению производства и снижению занятости в ведущих экспортно-ориентированных экономиках, включая японскую и западноевропейскую. В этой ситуации международные держатели долларовых активов оказываются в некотором роде заложниками доллара, заинтересованными в сохранении его устойчивости. Для США это означает, в частности, готовность центральных банков других стран к осуществлению масштабных валютных интервенций в поддержку доллара.

При этом США располагает и собственными значительными возможностями, позволяющими им корректировать движение мировых финансовых потоков в свою пользу. По мнению ряда экспертов, для успешной конкуренции с другими странами за привлечение иностранных капиталов США не только обеспечивают привлекательные инвестиционные условия внутри страны, но и активно используют «стратегию управляемых кризисов», не создающих системных рисков для мировой экономики, но существенно ослабляющих их конкурентов. В частности, периодически возникающие региональные кризисы (например, в Юго-Восточной Азии, Латинской Америке, военные действия на Балканах) нередко связываются именно с политикой США по регулированию глобальных инвестиционных потоков и перенаправлению их в свою экономику. Вполне можно предположить, что и текущий российско-европейский конфликт был спровоцирован США во многом с целью торможения динамично развивающихся внешнеторговых и инвестиционных связей России и ЕС, срыва крупных совместных энергетических проектов и, в конечном итоге, ухудшения экономической ситуации в западноевропейских странах и ослабления евро.

Во-вторых, в долгосрочном плане центральные банки и другие инвесторы извлекают большие доходы от вложений в американские активы, чем от вложений в активы каких-либо других стран.

Причины того, что потоки капитала (в том числе из развивающихся стран) направляются в основном в США, а не в другие развитые страны, кроются в большей открытости и эффективности американских рынков капиталов, а также в структурных особенностях экономики страны, таких как рост в последнее десятилетие доли США в общем объеме производства развитых стран, умеренная нестабильность делового цикла, уменьшение степени экономических рисков.

Даже при падении курса доллара инвесторы могут в значительной степени компенсировать риск потери ликвидности за счет продления срока вложений. США, таким образом, являются доминирующим глобальным субъектом предложения финансовых активов. Более того, как это ни парадоксально на первый взгляд, американский дефицит текущего платежного баланса создает потребность многих стран в долларо-

вой ликвидности, что формирует существенную и устойчивую черту международной финансовой системы, основанной на долларе.

В-третьих, в политике диверсификации золотовалютных резервов, проводимой центральными банками, пока еще не отмечается резкого поворота от доллара. В последние годы прослеживается тенденция к сокращению доли доллара в пользу других валют – евро и азиатских валют. Так, по данным МВФ, за период с 2000 г. по 2016 г. доля доллара в общемировых валютных запасах сократилась с 71,1 до 65,3%, причем в развивающихся странах она была более высокой (67,7%), чем в промышленно развитых государствах (64,4%).

За тот же период доля евро в мировых резервах увеличилась с 18,3% до 19,1%, при этом в развитых государствах отмечается более высокая концентрация запасов евро (21,6%), чем в развивающихся (18,3%)¹.

Однако детальный анализ этих данных не подтверждает предположение о том, что имеет место бегство от доллара. Прежде всего, необходимо учитывать большую роль колебаний обменного курса доллара. При формировании валютной корзины центральные банки предпочитают «покупать дешевле и продавать дороже». В течение анализируемого периода доллар заметно обесценивался (за исключением 2002 и 2005 гг., когда его стоимость повышалась), поэтому банки покупали непропорционально больше долларов по сравнению с другими валютами. А в 2005 г., когда обесценился евро, именно эта валюта явилась объектом непропорционально больших закупок. Другими словами, обесценение доллара повлекло за собой снижение его доли в структуре мировых резервов инвалюты. И, наконец, большое значение имеет долгосрочный аспект в развитии тенденции. Если рассматривать изменение доли доллара в структуре инвалютных резервов с середины 1990-х годов (59,0%), то обнаруживается существенное повышение этой доли к 2016 г. (65,7%).

В-четвертых, ни одна из валют не может в среднесрочной перспективе заменить доллар в качестве мирового лидера, даже если эта валюта заберет часть доли доллара в официальных золотовалютных резервах. Главная причина – сложность преодоления устоявшихся позиций доллара как символа экономической и финансовой мощи США (*incumbent advantage*). Преимущества валюты конкурента должны быть во много раз большими, чем преимущества доллара. Не является случайным тот факт, что доллар сумел вытеснить британский фунт стерлингов в качестве резервной валюты лишь к началу 1940-х годов, хотя США обогнали Великобританию по основным показателям экономики и торговли уже в 1920-х годов.

¹Повышение международной роли евро проявляется также в том, что все большее число эмитентов за пределами зоны евро выпускают облигации, номинированные в евро. Доля выпущенных в евро международных долговых обязательств в общем объеме таких обязательств на июнь 2016 г. составила 22,0%. Евро широко используется в странах ЕС, не являющихся членами зоны евро, а также в странах – кандидатах на вступление в ЕС. В этих условиях Евросистема заявила, что любое одностороннее введение евро (через так называемую «евроизацию» – по аналогии с «долларизацией») вне рамок Договора о Евросоюзе и без соблюдения маастрихтских критериев конвергенции противоречит экономическим основам ЕС и может осуществляться только на многосторонней основе.

В западной академической литературе появилось несколько работ, в которых на основе эконометрического подхода с использованием таких переменных, как масштабы экономики, уровень дохода, ликвидности финансовых рынков и др., вычисляются конкретные показатели изменения структуры официальных мировых резервов. Рассматривается несколько сценариев вытеснения доллара с позиций мирового гегемона.

Анализируя перспективы увеличения роли евро, аналитики отмечают, что уже сейчас эта валюта составляет серьезную конкуренцию доллару. Это вторая после доллара резервная валюта (доля в мировых официальных запасах составляет в настоящее время 19,1%)². Важность и роль евро определяется экономическими и финансовыми показателями роста Евросоюза.

В перспективе зона евро сможет превзойти США по многим показателям развития рынков капитала. По мнению некоторых аналитиков, к которым присоединяется и бывший председатель ФРС США А. Гринспен, евро в долгосрочной перспективе — к 2020 г. сможет заменить доллар в качестве лидирующей резервной валюты, если будут реализованы следующие условия: 1) все страны Евросоюза присоединятся к зоне евро, т.е. будут использовать евро как национальную валюту; 2) тенденция к обесцениванию доллара останется устойчивой и в будущем³.

Согласно точке зрения других аналитиков, которые делают акцент на особенно быстрых темпах экономики стран Азии, прежде всего Китая, существует вероятность того, что вызов доллару будет брошен со стороны юаня или какой-либо другой азиатской валюты⁴.

Наиболее обоснованной представляется позиция тех авторов, которые пытаются ответить на вопрос, какой валютный стандарт является наиболее предпочтительным (с учетом всех аспектов проблемы) для большинства стран мира. Так, страны Юго-Восточной Азии, Ближнего Востока, а также некоторые другие государства с формирующимся рынком, скорее всего, будут пользоваться долларовым стандартом в течение еще очень длительного времени. Причин тому несколько⁵.

1. Долларизация экономики. Указанные страны не имеют стимула выйти из долларовой зоны и укреплять курс своих валют по отношению к доллару США, поскольку их финансовые системы остаются недоразвитыми, официальные резервы в основном номинированы в долларах, а региональ-

²Здесь важно отметить, что американская экономика все еще существенно превышает экономики всех других стран мира (включая объединенную экономику стран зоны евро) по своим масштабам, эффективности и другим характеристикам. Американский рынок корпоративных облигаций примерно в 3 раза превышает соответствующий рынок в зоне евро и в 3,5 раза — рынок Японии; более того, он крупнее, чем все другие рынки, взятые вместе. Что касается американского рынка акций, то он в 2,5-3 раза превосходит рынки зоны евро и Японии. Такие масштабы рынка делают оправданными вложения даже в рискованные активы.

³Jen S. Q&A on the Reserve Currency Status of the USD // Global economic forum. — April, 21, 2008. P. 2. Mode of access: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20080421Mon.html>.

⁴Gao H., Yu Y. Internationalisation of the Renminbi // BoK-BIS Seminar, Seoul. 2009. March 19-20. (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>); Hongyi C., Peng W., Shu Ch. The Potential of the Renminbi as an International Currency // BIS, Asian Research Programme. February 2009 (<http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>); McCauley R. Renminbi Internationalisation and China's Financial Development // BIS Quarterly Review. 2011. December. P. 41-56.

⁵Луцкая Е. Перспективы доллара как лидирующей международной валюты // Социальные и гуманитарные науки. отечественная и зарубежная литература. серия 2: экономика. реферативный журнал. 2009. № 2. С. 81.

ная валютная кооперация находится в зачаточном состоянии. В течение последних десятилетий в странах с формирующимся рынком развивался процесс долларизации как долговых обязательств, так и активов. Долларизация экономики является обоснованием политики стабилизации обменного курса азиатских стран относительно доллара. Боязнь повышения обменного курса обусловлена не только возможным обесценением долларовых активов при переводе их в национальную валюту, но и негативными последствиями дедолларизации экономики. Речь идет прежде всего об угрозе снижения конкурентоспособности ориентированной на экспорт национальной промышленности. Все эти риски побуждают правительства стран с развивающейся экономикой, особенно стран Азии, осуществлять валютные интервенции с целью не допустить значительного повышения курса национальной валюты. В последние годы инвалютные резервы в развивающихся странах существенно возросли. Из общей суммы мировых резервных активов (рис. 6) 12,608 трлн. долл. на развивающиеся страны Азии приходилось 4,232 трлн. долл.

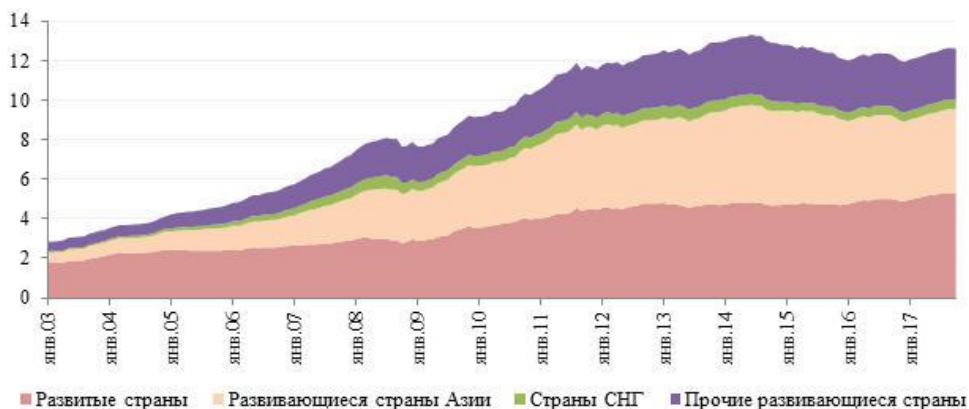


Рис. 6. Мировые международные активы, 2003-2017 гг.

Источник: Международный валютный фонд.

2. Формирование в отдельных регионах единой системы внешнеэкономических факторов. Фактор долларизации способствует усилению в РС интеграционных процессов в сфере экономической, торговой и валютной политики. Хотя немногие азиатские валюты в настоящее время жестко привязаны к доллару, большая часть внутрирегиональных сделок в этих странах осуществляется именно в долларах. Выработка скоординированной стратегии в области валютных курсов способствует сокращению транзакционных издержек торговли, росту торгового оборота и потока платежей. О значении внутрирегиональных связей свидетельствует показатель взаимного товарооборота стран АТЭС, на долю которого, по данным ООН, в 2016 г. приходилось 60,0% всего товарооборота этого региона, в том числе по экспорту товаров – 59,4%, по импорту – 60,6% (рис. 7).



Рис. 7. Взаимная торговля стран Азии, 2003-2016 гг.

Источник: ООН.

4. Интернационализация валют развивающихся стран

За последнее полтора десятилетия ведущие развивающиеся страны сумели существенно укрепить свой экономический потенциал, превратившись в новые полюсы роста мировой экономики. Быстрый рост экспортных доходов и иностранных инвестиций позволил этим странам заметно улучшить состояние платежных балансов, накопить крупные валютные резервы и значительно повысить внутреннюю финансовую стабильность. Это, в свою очередь, способствовало последовательной отмене валютных ограничений, широко использовавшихся развивающимися государствами для поддержания устойчивости национальных валют и защиты внутреннего финансового рынка в условиях слабых платежных балансов.

Полная или частичная либерализация валютного законодательства обеспечила условия для интернационализации валют крупнейших развивающихся стран. Постепенно развиваются международные рынки этих валют, они начинают применяться при организации трансграничного кредитования и эмиссии долговых ценных бумаг. Под влиянием растущей нестабильности валютной системы и усиливающейся волатильности курсов ключевых мировых валют наметилась также тенденция вовлечения денежных единиц развивающихся стран во внутрирегиональную, в том числе приграничную торговлю.

Текущие масштабы использования валют развивающихся государств в международном обороте пока, однако, очень невелики и далеко не соответствуют возросшему вкладу этих стран в мировое производство и экспорт. Так, по данным Банка международных расчетов, совокупная доля валют России, Китая, Индии, Бразилии, и ЮАР (страны БРИКС) в общем обороте глобального валютного рынка в 2016 г. составляла 8,3%, при том, что общий вклад указанных государств в глобальный ВВП оценивался в 31,3% (рис. 8 и рис. 9).

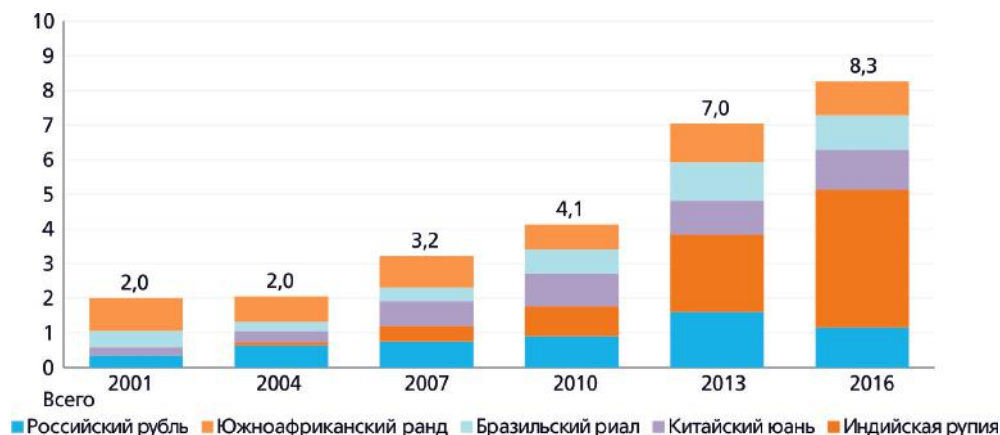


Рис. 8. Доля валют стран БРИКС в общем обороте валютного рынка, 2001-2016 гг.

Источник: Банк международных расчетов.

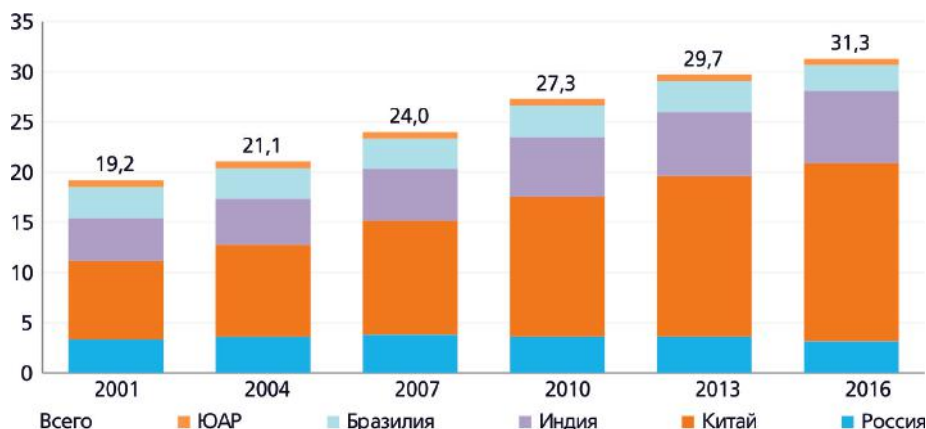


Рис. 9. Удельный вес стран БРИКС в мировом ВВП (по ППС, в постоянных ценах 2011 г.), 2001-2016 гг.

Источник: Всемирный банк.

Источники слабой интернационализации национальных валют развивающихся стран можно легко назвать. Сырье, импортируемое указанными государствами, традиционно котируется в долларах США. Отечественные компании предпочитают оперировать в долларах, принимая, таким образом, на себя валютный риск. Существуют некоторые ограничения на международные финансовые операции в национальных денежных единицах. Финансовые возможности нерезидентов в плане управления рублевыми и иными активами крайне ограничены из-за неразвитости рынка капитала. Наконец, общеэкономическая среда, включающая налоговую и законодательную системы, не благоприятствует использованию валют стран БРИКС нерезидентами.

В перспективе, по мере преодоления этих барьеров, следует ожидать значительного повышения роли национальных валют крупнейших развивающихся государств в обслуживании международной торговли и трансграничных потоков капитала, что позволит им занять заметное место в современной валютной системе, более соответствующее значению их стран для глобальной экономики.

Китай. Валютная политика КНР нацелена на всестороннюю поддержку национального экспорта. Это обеспечивается, прежде всего, сохранением на протяжении многих лет заниженного курса юаня по отношению к валютам основных торговых партнеров. В частности, по оценкам сотрудников ОЭСР, курс юаня к доллару занижен в настоящее время на 20-25%. Такая валютная политика стимулирует не только китайский экспорт, но и масштабный приток в страну прямых капиталовложений из-за рубежа, удешевляя для иностранных предпринимателей стоимость реализации инвестиционных проектов на территории Китая.

В то же время ее проведение препятствует скорейшей интернационализации юаня и его широкому использованию в мировой торговле и финансах. Опасаясь масштабного притока спекулятивного капитала в страну и усиления давления на курс национальной валюты, а также возможности создания неконтролируемого международного рынка юаня, способного при неблагоприятной внешней конъюнктуре подорвать внутреннюю финансовую стабильность, китайские власти сохраняют многочисленные ограничения по операциям с капиталом.

Несмотря на поддержание жестких валютных ограничений, китайские власти не предпринимают отдельные шаги по интернационализации юаня, в частности, вовлекая его в обслуживание приграничной торговли с сопредельными странами посредством заключения межгосударственных соглашений о взаимном обмене национальных валют. Юань уже стал основной валютой платежа в приграничной торговле Китая с Монголией, Вьетнамом, Мьянмой и Непалом. Все шире он применяется и во взаимной торговле с Россией, Филиппинами и Южной Кореей.

Еще одним заметным шагом на пути интернационализации китайской валюты стало разрешение властей страны на проведение отдельных операций с юанем на территории Гонконга. Его резиденты могут теперь использовать китайскую валюту при осуществлении денежных переводов, проведении операций по банковским картам и открытии депозитов в местных банках. В свою очередь, китайские компании и банки получили возможность размещать на гонконгской бирже облигационные займы в юанях, что открыло путь для развития в Гонконге рынка финансовых инструментов, номинированных в китайской валюте. Этот процесс может заметно ускориться после планируемого создания единой системы торгов акциями китайских компаний, обращающихся на гонконгской и шанхайской биржах.

Увеличение объемов финансовых операций в юанях на территории Гонконга сопровождается ростом торговли китайской валютой на мировом рынке. За последние пять лет практически с нуля сформировался

международный рынок форвардных контрактов в юанях в Гонконге и Сингапуре, среднедневной оборот в 2013 г. составлял 30 млрд долл. или почти половину оборота внутреннего валютного рынка Китая.

После Гонконга ведущие позиции на рынке юаня (по таким операциям, как банковские услуги, обменные валютные операции, эмиссия облигаций, предоставление займа и т.д.) в настоящее время занимает Лондонский финансовый центр, а на втором месте находится Парижский финансовый центр. Глава Банка Франции К. Нуайе заявил о намерении Парижа развивать офшорный рынок юаня. Парижский финансовый центр, опирающийся на мощный и высоко интернационализированный банковский сектор, всегда отличался склонностью к инновациям. Превращаясь в главный офшорный центр в зоне евро, Париж получает существенные преимущества.

За 2011-2013 гг. объем внешнеторговых операций, номинированных в юанях, вырос до 8% всего объема китайского внешнеторгового оборота. Китайские внешнеторговые партнеры французских предприятий все чаще предлагают проводить в расчетах в юанях. И для этого у них есть весомые причины. Прежде всего, в условиях валютной либерализации курс юаня по отношению к доллару колеблется. Номинируя свои внешнеторговые контракты в юанях, китайские предприятия устраняют риск изменения валютного курса. Местные органы власти поддерживают международные расчеты в юанях различными способами, в частности, с помощью налоговых льгот, упрощения административных процедур и процедур расчета по экспорту. Кроме того, платежный цикл при операциях в юанях значительно укорачивается.

Предлагая своим партнерам вести внешнеторговые операции в юанях, китайские предприятия получают дополнительные коммерческие выгоды, что может иметь для них решающее значение. В целом интернационализация юаня позволяет китайским предприятиям укрепить позиции на внешнем и внутреннем рынках и значительно расширить поле для маневра. Однако не стоит забывать о рисках, которые усиливаются при расширении международных связей. Так, международная торговля сопряжена с такими рисками, как риск изменения валютного курса, риск несоблюдения условий контракта и его аннулирования, транспортный риск и политический риск. Последний, в частности, касается регламентирования и прозрачности.

В Китае такие классические финансовые инструменты торговли, как товарные аккредитивы, используются достаточно широко. Они, будучи надежным, понятным и относительно конкурентоспособным инструментом, обеспечивают хорошее покрытие рисков. Однако при больших объемах внешнеторговых сделок нужны другие финансовые решения, в частности, операции по секьюритизации платежей. Для крупных предприятий и их финансовых партнеров в настоящее время появились новые возможности финансирования операций в Китае, такие как «финансирование все цепочки поставок» (supply chain finance), электронные счет-фактуры (e-invoices).

На территории континентального Китая, счет в юанях может быть открыт для нерезидентов, но для этого надо получить специальное разрешение Государственного валютного управления КНР (SAFE). Этот счет должен быть предназначен исключительно для внешнеторговых операций. В Гонконге действуют более гибкие правила: если счет открыт, то средства, размещенные на нем, можно использовать для инвестиций и банковских переводов за пределами континента.

Крупные международные банки предоставляют своим клиентам — экспортерам и импортерам — возможность открыть счет в юанях для финансирования операций с китайскими партнерами. Они обычно предлагают разнообразные услуги и продукты, связанные с обменом валют, платежами, депозитами, ссудами, финансированием торговли.

Китайские банки, базирующиеся во Франции, и французские банки в настоящее время также предлагают европейским предприятиям свои услуги и продукты, которые позволяют упростить их расчеты по внешнеторговым контрактам в юанях. Так, они предоставляют кредиты в юанях на срок 5-7 лет, средства которых могут использоваться на инвестиции в Китае или на оплату импорта. Благодаря таким кредитам европейские предприятия меньше используют доллары и могут с большей гибкостью расходовать свои средства.

В 2012 г. Центральные банки КНР и Тайваня подписали соглашение о клиринговых расчетах в юанях, что было оценено аналитиками как крупнейшее экономическое событие в регионе. Прорывным для юаня событием становится укрепление его позиций в финансовых операциях, проводимых в Великобритании, которая является мировым лидером с оборотом в 4 трлн в день. Согласно Банку Англии, Великобритания в феврале 2013 г. получила преимущество первой из стран «Большой семерки» подписать соглашение о валютном свопе (обмене) с Народным банком Китая. Сделка позволит ЦБ Великобритании поставлять до 400 млрд. юаней (64 млрд. долл.) другим банкам. По словам главы отдела межбанковских операций в Европе Standard Chartered Plc Ф. Линтерна, «это событие полностью перевернет финансовые рынки»⁶.

В марте 2013 г. Китай и зона евро подписали своповое соглашение на 45 млрд. долл., еще раньше 30 марта 2013 г. монетарные власти Китая заключили валютный своп с Бразилией на сумму 30 млрд. долларов США. Предусматривается, что в случае дестабилизации международной финансовой системы эти государства смогут предложить другой стороне заемные средства в валюте партнера. В результате появится возможность избежать использования долларовых резервов. Китай постепенно добивается упрочения позиций юаня в международных финансах.

С Россией в июне 2011 г. Пекин подписал Соглашение о переходе к расчетам в национальных валютах. В качестве первого шага начались

⁶ *Graff M., Bruneton A.* Les atouts de l'internationalisation du renminbi // *Rev. Banque.* P., 2013. N 757. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/article/les-atouts-internationalisation-renminbi>.

торги рублями на бирже в Китае и юаневые торги в Москве. Российский банк ВТБ 24 октября 2011 г. открыл вклады в юанях⁷.

В целях повышения международного доверия к юаню валютных «тяжеловесов» Пекин увеличивает национальные резервы монетарного золота. По данным World Gold Council, накопленные запасы золота составляют 1842,6 т., что ставит указанную страну на 6 место в мире. Увеличением золотого запаса Китай хочет обезопасить свои инвалютные резервы, которые оцениваются 3,204 трлн. долл., и минимизировать риски процесса утверждения юаня в качестве мировой валюты (рис. 10).

Китай в рамках своей глобальной валютно-финансовой политики стремится заложить институциональный базис в виде создания новых международных финансовых структур и продвижения своих интересов в тех мировых финансовых институтах, где традиционно главенствует США и страны Западной Европы (МВФ и Всемирный банк).

КНР большое значение придает формату БРИКС. В 2014 г. были созданы Резервный фонд БРИКС и Новый банк развития БРИКС.

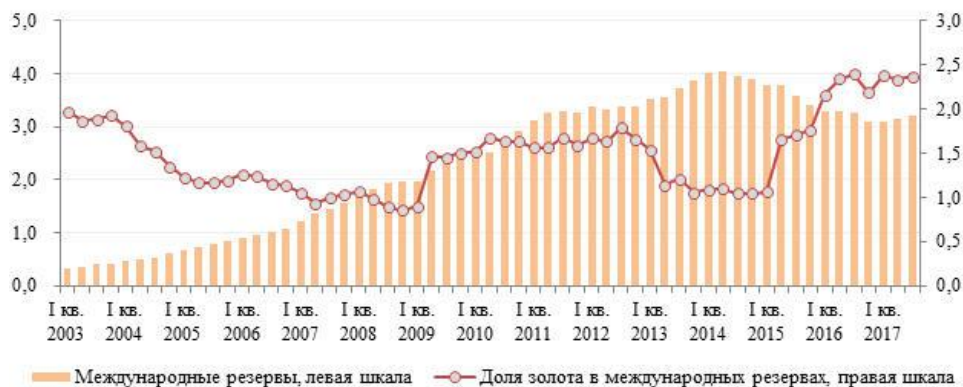


Рис. 10. Доля монетарного золота в международных резервах Китая, 2003-2017 гг.

Источник: World Gold Council.

Объем фонда составляет 100 млрд. долл.: доля Китая — 41 млрд. долл., России, Индии и Бразилии — по 18 млрд. долл., ЮАР — 5 млрд. Банк БРИКС рассматривается как противовес МВФ и Всемирному банку. Он призван финансировать масштабные проекты в рамках БРИКС и снижать риски от потрясений в мировой экономике.

При этом, предусмотрена возможность присоединения к Банку БРИКС других стран, однако в любом случае доля пяти стран-учредителей в капитале не может быть ниже 55% (интересно, что аналогичный минимальный порог действует в МВФ для США и стран Европы).

⁷Leboucher S. Internationalisation du yuan : les places occidentales en ordre de bataille // Rev. Banque. P., 2013. N 749. Mode of access: <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/breve/internationalisation-yuan-les-places-occidentales>.

Предварительным требованием интернационализации юаня является укрепление к нему доверия со стороны внутреннего и международного рынков, которое может быть повышено после стабилизации финансовой системы и оживления экономического роста. По сути дела речь идет о восстановлении средне- и долгосрочного макроэкономического баланса, нарушенного после мирового финансового кризиса. Прежде всего Банку Китая и Министерству финансов необходимо добиться стабилизации валютных курсов между долларом, евро и юанем.

Интернационализация юаня невозможна без вытеснения доллара из Юго-Восточной Азии. В области внешней торговли Китаю предстоит скорректировать валютное регулирование таким образом, чтобы экспортеры отказались от практики непокрытого валютного риска и больше ориентировались не на валовые доходы, а на уровень прибыли. Одно из решений, настойчиво продвигаемых китайскими властями, является создание валютной корзины из ключевых мировых валют, которая служила бы ориентиром денежно-кредитной политики стран Азии. Причем предполагается, что веса в корзине должны определяться реальными экономическими факторами, такими, как региональная торговля, что подразумевает снижение доли доллара и увеличение доли юаня. Если проект азиатской валютной единицы будет реализован, корреляция между обменными курсами юаня и валют стран Юго-Восточной Азии резко возрастет, а волатильность юаня уменьшится.

Другим аспектом интернационализации юаня является улучшение китайских финансовых рынков. Министерство финансов уже предприняло такие шаги, как эмиссия новых видов государственных обязательств, пересмотр системы налогообложения и облегчение условий доступа нерезидентов на внутренний рынок. Далее предполагается ввести сделки РЕПО по аналогии с Соединенными Штатами и Европой. Для формирования эффективной кривой доходности по гособлигациям необходимо отказаться от десятилетних бумаг как ориентира рынка (*benchmark issue*) и перейти на пятилетние облигации. В скором времени власти намереваются ввести STRIPS-программу (*Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*), торговлю купонами отдельно от облигаций.

Помимо проблем внутреннего рынка на повестке дня стоит вопрос развития офшорного рынка юаневых инструментов. Его стимулирование позволит не только интернационализировать юань, но также содействовать более эффективному рецикливанию за рубежом избыточных китайских сбережений. Офшорный рынок может служить плацдармом экспансии китайских финансовых институтов на внешнем рынке. Необходимо озаботиться инфраструктурой рынка. С января 2002 г. Банк Китая уже запустил национальную платежную систему расчетов *China UnionPay*. Предполагается улучшить систему расчетов по коммерческим бумагам и депозитным сертификатам. В долгосрочной перспективе Китаю рано или поздно придется перейти на единую централизованную расчетную систему по всем видам ценных бумаг.

1 октября 2016 г. юань был официально включен в корзину СДР. В новой корзине юань «потеснил» японскую иену и британский фунт, но наиболее заметно сократился удельный вес евро (почти на 6,5%)⁸. При этом доля доллара США практически не претерпела изменений.

Сам по себе факт вхождения юаня в состав корзины МВФ автоматически не делает указанную денежную единицу мировой резервной валютой. Это событие отражает прогресс, которого добился Китай в реформировании своей финансовой и валютной систем⁹.

Однако отсутствие официальной позиции властей КНР о планах по либерализации валютного законодательства и будущей роли юаня в глобальной экономике дает основания предположить, что его превращение, полноценную международную валюту не входит в число первоочередных задач государственной политики Китая в среднесрочной перспективе. По мнению специалистов Банка международных расчетов и Резервного банка Австралии, китайские власти пока не рассматривают национальную валюту как инструмент внешнеэкономической экспансии, считая приоритетным сохранение жесткого контроля за внутренним финансовым рынком. Вместе с тем все более широкие торгово-экономические связи Китая с остальным миром и положительное сальдо по текущим операциям платежного баланса (рис. 11) будут способствовать естественному расширению его использования в мировой торговле и финансах.

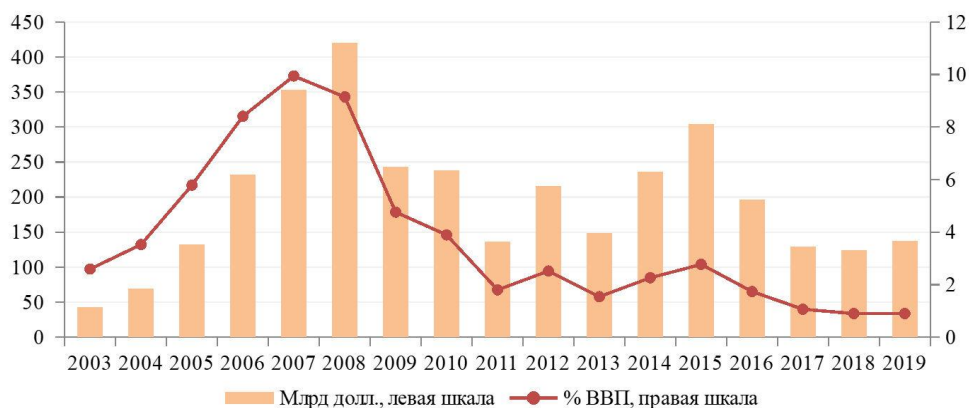


Рис. 11. Счет текущих операций платежного баланса Китая, 2003-2017 гг.

Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

Индия. В отличие от Китая валютная политика Индии носит более открытый характер и во многом ориентирована на создание условий, облегчающих приток иностранного капитала на внутренний рынок. В частности, обеспечение годового притока прямых иностранных инвестиций в объеме не менее 25 млрд. долл. заявлено как одна из приоритетных экономических задач, стоящих перед страной.

⁸Грибова Н. Китайский юань включен в корзину резервных валют МВФ (ссылка доступа - <https://riss.ru/analitics/35524/>).

⁹ Там же.

Проводимая Индией в 2000-е годы политика валютной либерализации способствовала повышению конвертируемости рупии и созданию условий для ее постепенной интернационализации. В частности, резиденты страны получили право приобретать зарубежные активы и привлекать займы за границей, а нерезиденты осуществлять прямые и портфельные инвестиции на индийском рынке. Вместе с тем либерализация валютных операций в Индии еще далека от завершения. Сохраняются существенные различия в режиме валютного регулирования для компаний, банков и физических лиц, а также для отдельных видов операций с капиталом.

Стремительный рост индийской экономики, расширение торгово-экономических связей с остальным миром и все более активное участие страны в международном движении капитала способствуют ускорению объемов валютных сделок с индийскими рупиями на внутреннем и внешнем рынках. Так, среднедневные обороты на внутреннем валютном рынке увеличились с 3,4 млрд. долл. в 2001 г. до 34,3 млрд. долл. в 2016 г. Обороты по форвардным валютным контрактам на рупию за тот же период выросли с 451 млн. долл. до 23,0 млрд. долл.

Быстрое расширение объемов торговли рупией внутри страны и за границей привело к более чем трехкратному увеличению ее доли в обороте мирового валютного рынка — с 0,2% в 2001 г. до 1,1% в 2016 г.

Валютная либерализация в Индии тесно увязана с успешным осуществлением реформ в банковском секторе, государственных финансах, на рынке ценных бумаг, а также ростом внутренней финансовой стабильности, в частности снижением инфляции. Индийские власти рассчитывают достичь полной конвертируемости рупии к 2020 г.

Бразилия. Интернационализация бразильского реала происходит в рамках крупного регионального интеграционного объединения МЕРКОСУР, на долю стран-участниц которого приходится более 75% совокупного ВВП Латинской Америки. Расширение торгово-экономических связей между государствами региона способствует вовлечению национальных валют в обслуживание взаимной торговли, которое находит активную поддержку на официальном уровне. Так, в июле 2008 г. на саммите МЕРКОСУР Бразилия и Аргентина договорились о расширении использования реала и песо в двухсторонних расчетах и увязке их обменных курсов в рамках единого коридора по отношению к другим валютам. По мнению руководства двух стран, эта инициатива обеспечит условия для дедолларизации взаимного товарооборота, позволит повысить стабильность курса национальных валют и создаст предпосылки для введения в будущем единой валюты на территории МЕРКОСУР.

Россия. Наша страна в ближайшее время вряд ли сможет противопоставить свою валюту доллару или евро. Поэтому рубль должен приспособиться к уже действующей новой международной биполярной валютной системе.

2018 г. начался для России с усиления связей со странами Азии и поэтому очевидна потребность переориентации валютных отношений на японскую иену и китайский юань.

Руководство нашей страны неоднократно заявляло о необходимости сделать рубль полностью конвертируемым. Президент В. Путин считает, что, выходя на мировой рынок, российским предприятиям полезно было бы заключать выгодные контракты не только в долларах и евро, но и в рублях. Может быть, для ускорения процесса продвижения к полной конвертируемости рубля стоит вернуться к идее параллельной валюты. В противном случае потребуются не один десяток лет поступательного развития нашей экономики, чтобы рубль смог стать полностью обратимым. Очевидно, что этот процесс невозможно осуществить исключительно административными мерами.

Тем не менее подкупает желание президента В. Путина укреплять рубль до полной его обратимости, чтобы сделать его центром одного из финансовых рынков, объем которого довольно скоро превысит один триллион долларов.

Экономическая нестабильность, разразившаяся в развитых странах, а затем перекинувшаяся на весь мир, обострила давно назревавшие вопросы: может ли такое положение сохраняться бесконечно, где пределы господствующих позиций доллара, роста внешнего долга и возможностей США финансировать свою экономику за счет всего остального мира? Ответы на эти вопросы не столь очевидны, как это может показаться на первый взгляд. Возможны несколько сценариев развития событий.

1. Сильное и продолжительное падение курса доллара как следствие развития финансового и экономического кризиса, приведет к падению доходности американских бумаг в единицах иностранной валюты, резкому падению спроса на них со стороны иностранных государств. В результате будет нанесен сокрушительный удар по американской финансовой системе. А учитывая роль США в мировой экономике, финансах и торговле, этот удар произведет действие бумеранга на мировую экономику в целом. Этот сценарий, на наш взгляд, маловероятен.

2. Учитывая зависимость многих стран мира от доллара как резервной валюты, иностранные государства, прежде всего страны «большой семерки», предпримут и уже начали осуществлять все возможные действия, направленные на поддержание курса доллара, с тем чтобы не допустить краха мировой финансовой системы. Согласно последним данным (июнь 2017 г.), центральные банки Евросоюза сделали очередные шаги по вливанию ликвидности в экономику своих стран; увеличены объемы государственных гарантий по депозитам частных банков и гарантий межбанковского кредитования. Осуществляются также и более радикальные меры, такие как национализация находящихся в кризисе некоторых частных банков, имеющих системное значение для финансовой системы Евросоюза.

Тем не менее, уже сейчас представляется очевидным, что «вялый» экономический рост США подтолкнет развитие тенденции к ослаблению позиций доллара как лидирующей валюты и к изменению финансовой архитектуры мира.

Главный вызов, бесспорно, будет исходить от евро, обладающего многими преимуществами из тех, что присущи доллару, но при этом характеризующегося меньшими рисками. Однако в способности выполнять одну немаловажную функцию резервной валюты, а именно служить средством накопления стоимости и удовлетворять потребность стран мира в ликвидности, евро, похоже, будет еще длительное время уступать доллару. Поэтому наиболее вероятным представляется такой сценарий развития валютных отношений, при котором ускорится процесс диверсификации официальных валютных резервов в направлении к увеличению доли евро и других резервных валют и уменьшению доли доллара. Постепенно будет развиваться многополюсная финансовая архитектура мира. Соотношение мощи валют во многом будет зависеть от глубины и длительности текущей экономической нестабильности в мировой экономике, а также от эффективности действий правительств по ее преодолению.