

Якубовська Н. О., НУ «ОЮА»

## РЕФОРМУВАННЯ СУЧАСНОЇ МІЖНАРОДНОЇ ВАЛЮТНОЇ СИСТЕМИ В ПРАВОВОМУ КОНТЕКСТІ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

*В статті досліджено можливості реформування міжнародної валютної системи по трьох сценаріях, а саме: збереження системи, що базується на доларах США, створення багатовалютної системи, введення наднаціональної валюти. Проаналізовано сучасну правова основу функціонування міжнародної валютної системи на предмет її пристосованості для втілення в життя запропонованих реформ. Зроблено пропозицій щодо зміни та доповнення існуючої правової основи функціонування міжнародної валютної системи.*

*В статье изучены возможности реформирования международной валютной системы по трем сценариям, а именно: сохранение системы, базирующейся на долларах США, создание многовалютной системы, введение наднациональной валюты. Проанализирована современная правовая основа функционирования международной валютной системы на предмет ее приспособленности для воплощения в жизнь предложенных реформ. Сделаны предложения по изменению и дополнению существующей правовой основы функционирования международной валютной системы.*

*The paper studies the possibilities for the reforming of international monetary system in following scenarios: by saving the system, based on U.S. dollars; by the creation of multicurrency system; by the establishment of supranational currency. It analyzes the international monetary system current legal framework suitability to realize the proposed reforms. The suggestions for changes and amendments to the existing legal framework of international monetary system are made.*

У 2008-2009 роках світова економіка зазнала найгіршу фінансову кризу з часів Великої депресії 1930 року. Цілком природно, що криза породила бурхливі дискусії щодо стабільності сучасної міжнародної валютної системи (МВС) та чисельні пропозиції щодо її реформування. Правова основа функціонування МВС також стала частиною цих дискусій, оскільки світова рецесія посилила відчуття необхідності усунення її недоліків для запобігання криз у майбутньому.

Пропозиції щодо реформування МВС зосереджуються на вирішенні трьох завдань, що потребують внесення відповідних змін у правову основу функціонування МВС. Першим і найбільш очевидним завданням є коригування глобальних дисбалансів. На думку деяких аналітиків, саме нездатність МВС автоматично корегувати дисбаланси стала причиною кризи 2008-2009 років. Якщо дану проблему не буде вирішено, наступні кризи стануть лише питанням часу.

Друге завдання, задля вирішення якого МВС потребує реформування, полягає у зниженні волатильності національних валют, що має велике значення для торгових потоків. Між вирішенням першого завдання і другого існує явний зв'язок. Значні дисбаланси у світі вільних потоків капіталу призвели до збільшеної волатильності валютних курсів. Можна припустити, що коливання серед резервних валют будуть менш відчутними, якщо глобальні дисбаланси зменшаться.

Третє завдання полягає в створенні більшої симетрії між країнами з профіцитом і дефіцитом балансів поточних операцій. Воно може бути вирішено шляхом забезпечення збереження адекватного рівня сукупного попиту. Держави з дефіцитом балансу по поточним операціям в умовах міжнародної кризи ліквідності – про що свідчить ситуація в країнах зони євро – змушені вдаватися до заходів «жорсткої» економії, скорочуючи витрати і збільшуючи податки. З іншого боку, країни з профіцитним платіжним балансом, в першу чергу Китай, змушені боротися з надлишковою ліквідністю в національній валюті, обмежуючи внутрішнє кредитування і приплив іноземного капіталу. В результаті, стримується розвиток як країн боржників, так і країн кредиторів.

Правова основа функціонування МВС досліджується в працях Шумилова В. М., Шумилова Ю. В., Ерпильової Н. Ю., Котелкіна С. В., Пелле А., Гарднера Р., Каліарі А. та інших вчених найчастіше в контексті окремих сторін та аспектів міжнародного фінансового права. Аналізу сучасної правової основи функціонування МВС в умовах глобальних дисбалансів, що тяжіють сьогодні над світовою економікою, та її реформування достатньої уваги не приділяється ані в працях вітчизняних, ані зарубіжних вчених-міжнародників.

В даній статті зроблено спробу дослідити сучасну нормативну основу функціонування МВС на предмет її пристосованості для вирішення основних завдань, що стоять перед МВС сьогодні.

У ході дослідження буде доведено, що створення багатовалюотної МВС або ведення наднаціональної валюти є неможливим в рамках сучасної правової бази, повний перегляд якої в найближчій час є малоімовірним. Тому стаття зосереджується на пропозиціях по частковій зміні або доповненню існуючої нормативної основи МВС, що більш реально втілити в життя.

Якщо узагальнити пропозиції, висловлювані щодо поліпшення сучасної МВС, можна виділити два основних сценарії: збереження існуючої системи, що базується на доларах США, та створення альтернативи даній системі – багатовалюотної системи або наднаціональної валюти. Останнє, у свою чергу, можливе або через надання такого статусу спеціальним правам запозичення (СПЗ) або введення *sui generis* глобальної валюти.

Пропозиції щодо збереження долларової системи найбільш популярні серед політиків, які приймають рішення сьогодні. Такий сценарій передбачає зміцнення координаційних механізмів з тим, що б країни з профіцитом і дефіцитом самі вживали заходи для скорочення дисбалансів. Координацію зусиль держав у цій сфері має здійснювати МВФ. Це впливає з змісту ст. IV Статей угоди МВФ, яка зобов'язує Фонд здійснювати контроль над МВС для забезпечення її ефективного функціонування [1, с. 9].

Вирішити завдання подолання глобальних дисбалансів при збереженні валютної системи, що базується на доларах США, політичними засобами і стати форумом для координації зусиль у цій сфері намагається Група 20-ти. У вересні 2009 року на саміті в Піттсбурзі лідери Групи 20-ти уклали Рамкову угоду про впевнене, стає та збалансоване зростання [2, с. 15], метою якої є коригування і подальше непоглиблення дисбалансів між країнами з великим профіцитом рахунку поточних операцій і країнами з великим дефіцитом торгового балансу. Однак, поки даний план не дав відчутних результатів. Не є секретом що й МВФ не досяг успіху в скороченні глобальних дисбалансів. Це свідчить, що механізми, створені в рамках системи, в якій валюта однієї країни є домінуючим резервом і торговим активом, навряд мають шанси на успіх.

Якщо все ж таки перевагу буде віддано сценарію зі збереженням валютної системи, що базується на доларах США, це неминуче потягне необхідність корегування правової основи функціонування МВС. Статті угоди МВФ накладають на його членів конкретні зобов'язання щодо проведення курсової політики, а також

внутрішньої політики, яка впливає на валютний курс [2, с. 4]. Крім того, Фонд зобов'язаний здійснювати «суворий нагляд» над курсовою політикою його членів [2, с. 6]. Однак, у Фонду відсутні будь-які можливості забезпечити, щоб «суворий нагляд» вів до зміни політики в державах-членах. Малоімовірно, що члени МВФ досягнуть консенсусу в питанні внесення відповідних змін до Статей угоди МВФ з метою надання Фонду більших повноважень для проведення в життя його рішень або здійснення контрольних функцій. Якщо навіть зміни будуть прийняті, навряд це істотно вплине на практику держав. Фонд має більшу владу над державами, які певним чином залежать від нього для підтримки власного платіжного балансу. Жодна з держав, яка має профіцит, а також жодна з держав, що випускають резервні валюти, до них не відносяться. У результаті Фонд має владу над державами, які, як правило, не створюють проблему дисбалансів.

Не менш серйозною проблемою в МВС, заснованій на американському доларі як резервній валюті, є політика самих США, які для стимулювання попиту в національній економіці постійно вдаються до експансивної кредитно-грошової політики, що призводить до зростання доларової грошової маси. У результаті, країни, що мають профіцит у зовнішньоекономічних операціях з США, для підтримки курсу долара змушені зберігати у своїх резервах величезні запаси американської валюти.

У зв'язку з цим ряд пропозицій щодо реформування МВС припускає перехід до багатовалютної системи. Багатовалютна система – це система, в якій діє кілька взаємозамінних валют, можливо, разом з набором вторинних резервних валют. Одною з важливих переваг цієї системи є те, що більш ніж одна держава виступає емітентом. Така валютна система повинна дисциплінувати всіх емітентів валют, враховуючи заміність їх активів.

Однак, не факт, що більш диверсифікована валютна система буде краще за теперішню. По-перше, процес введення багатовалютної системи може зайняти немало часу. По-друге, немає ніякої гарантії, що введення багатовалютної системи вирішить проблему глобальних дисбалансів. По-третє, незрозуміло, як множинність валют збережеться протягом тривалого часу без переходу до однієї валюти як першорядної.

Ще однією підставою для скептицизму щодо пропозиції введення багатовалютної системи є побоювання, що така система буде генерувати більшу нестабільність. У своїй Доповіді,

присвяченій реформуванню міжнародної валютної і фінансової системи, Комісія експертів з реформування міжнародної валютно-фінансової системи при ООН відкинула можливість введення багатовалютної резервної системи, зазначивши, що, безсумнівно, основною перевагою багатопольярного резервного світу є те, що він надає можливості для диверсифікації. Однак, це може привести до нестабільності, а саме волатильності обмінних курсів валют, які використовуються в якості резервних активів. Якщо Центральні банки та приватні агенти відповідять на коливання валютного курсу шляхом зміни складу їх міжнародних активів, це посилить нестабільність валютного курсу [3, с. 97].

МВФ висловлює думку, що нестабільність при цьому сценарії можна подолати при наявності сильних заходів з координації діяльності емітентів валют і центральних банків. У Документі МВФ під назвою «Накопичення резервів і міжнародна валютна стабільність», сказано, що поява нових резервних валют може дати поштовх до переходу до багатопольярної резервної системи. Чи стане диверсифікована система краще, як зізнається Фонд, залишається питанням [4, с. 18].

У той же час, можливості хеджування можуть зрости і Фонд вважає, що регулювання центральними банками своїх резервних портфельів узгодженим і прозорим способом може значно сприяти обмеженню такої волатильності [4, с. 18]. У документі говориться, що такий сценарій може закликати Фонд стимулювати власників резерву регулювати валютну структуру резервів поступово, а також вимагати від них інформацію про склад їх резервів [4, с. 19-20]. Таким чином, багатовалютна система може працювати при цьому сценарії, який є вельми оптимістичним. Однак, нажаль, цей оптимізм не ґрунтується на реальному досвіді.

Ряд пропозицій передбачає, що доповненням до багатопольярної системи, або навіть її кінцевою точкою, можуть стати СПЗ або навіть глобальна валюта, наприклад, банкор (на честь пропозицій Кейнса [4, с. 27]), відмінна від СПЗ, яка буде циркулювати в міжнародних розрахунках замість національних валют або паралельно з ними. Обидва варіанти дозволять МВС бути менш залежною від конкретних економік і можуть розглядатися як «план Б» у разі збільшення нестабільності справжньою або багатовалютної системи [4, с. 20].

Цілком очевидно, що створення багатовалютної системи або наднаціональної валюти неможливе в рамках сучасної правової

бази функціонування МВС і спричинить її повний перегляд, тобто прийняття абсолютно нових правил, включаючи, можливо, створення «Глобального центрального банку [4, с. 27]. Звичайно, це навряд відбудеться найближчим часом. Тому треба зосередитися на змінах і доповненні існуючої правової бази, що більш реально втілити в життя.

Тому більш актуальним є підвищення значимості СПЗ, так як це передбачає лише доповнення і зміну вже існуючої правової бази. Крім того, гіпотетично, навіть якщо не відмовлятися від ідеї повністю змінити МВС, вивчення питання, чи є система, заснована на СПЗ, ефективною, може послужити прикладом для відштовхування при подальшому створенні нової правової основи функціонування МВС.

Реформа, що ставить СПЗ в центр МВС, не більше, ніж логічне розширення положень Статей угоди МВФ, що закріплюють обов'язок членів Фонду зробити СПЗ «головним резервним активом в міжнародній валютній системі [5]. Однак, досягнення цієї мети неможливе, якщо залишатися виключно в рамках Статей угоди МВФ. Адекватне виконання СПЗ функції головного резервного активу неможливо в рамках існуючої правової бази. По-перше, для того, щоб зробити СПЗ кращим активом знадобиться значне збільшення їх доступного запасу. Значне розподіл СПЗ в розмірі 250 млрд. доларів США було здійснено в 2009 році [3, с. 119]. Тим не менш, СПЗ склали лише 4 % від загального обсягу резервів [4, с. 22]. Збільшення СПЗ до обсягу, необхідного для того, щоб зробити їх значною частиною загальних світових запасів, важко при нинішніх жорстких вимогах, що стосуються випуску додаткових СПЗ. Таким чином, одним з напрямів правової реформи має стати пом'якшення вимог до випуску СПЗ.

По-друге, СПЗ самі по собі повинні стати засобом платежу, а не тільки резервним активом. У нинішньому вигляді СПЗ не є корисними для підтримки балансу. Якщо держави вирішать не використовувати СПЗ в якості резервного активу, а віддадуть перевагу купівлі імпорту, їм доведеться обміняти його на тверду валюту – швидше за все, долари США. Тоді попит на долари США або залишиться без змін, або зросте, але, звичайно, не зменшиться. Обмін СПЗ на тверду валюту для того, щоб вони служили в якості засобу платежу, також може в якийсь момент спричинити певний ризик ліквідності, що буде шкодити їх здатності виступати в якості резервного активу. Існує ризик, що бажаної валюти (зазвичай

доларів США), доступної для обміну СПЗ, може бути недостатньо. Цей ризик невеликий враховуючи кількість СПЗ у обігу сьогодні, але він не виключений в найближчому майбутньому. Показово, що МВФ вже визнав за необхідне розглянути це питання про ліквідність, розглядаючи технічні аспекти свого останнього розподілу [6, с. 26, 32].

По-третє, для того, щоб збільшити привабливість СПЗ, деякі їхні характеристики вимагають модифікації, що неможливо в рамках існуючої правової бази. Тому, реформа повинна передбачати розширення числа володарів СПЗ, яке в даний час обмежуються Статтями угоди МВФ до Фонду, його членів і певними організаціями.

Рішенням також може стати заохочення більш широкого використання СПЗ у міжнародних угодах. В даний час через обмежену можливість передачі СПЗ вони не можуть використовуватися в операціях з іноземною валютою. Це зменшує ефективність СПЗ як резервного активу. Резервний актив, який не може бути безпосередньо використаний державою для інтервенції на ринок іноземної валюти та впливу на вартість власної валюти, матиме обмежене застосування.

Не стане зайвим й надання більших можливостей для дій, спрямованих на підтримку в системі ролі СПЗ. Наприклад, випуск інструментів, деномінованих у СПЗ, стикається з вимогою, згідно з якою запозичення має лише доповнювати квоти ресурсів. Крім того, МВФ міг би сприяти системі розрахунків, деномінованих у СПЗ, що при його нинішній структурі є сумнівним. Так, МВФ може стимулювати розрахункові системи і навіть виступати в якості маркет-мейкера для проведення операцій в бонах, деномінованих в СДР [7, с. 39-40].

Якщо припустити, що вдосконалення системи, заснованої на СПЗ, сприятиме коригуванню глобальних дисбалансів, відкритим залишається питання, чи буде така система стабільною. Розміщення СПЗ в центрі МВС може сприяти зниженню волатильності завдяки самому факту, що вони складаються з 4 валют [8]. Однак, оскільки валюти, що становлять кошик СПЗ, сьогодні демонструють досить високий ступінь волатильності, в першу чергу долар США, що становить майже 42 % в кошику [8], варто замислитися над зміною складу корзини з метою зниження волатильності і тим, як це необхідно оформити юридично.

Можливо одним із найпростіших варіантів є збільшення кількості валют, що складають СПЗ, від чотирьох до восьми чи десяти, зі збереженням існуючих сьогодні критеріїв їх вибору. Ще одним варіантом може бути зміна кошика на валюти основних економік [9].

Крім того, поки СПЗ функціонують і як розрахункова одиниця і як резервний актив, важлива й кореляційна структура змін обмінного курсу валют, що є компонентами СПЗ, й висока ліквідність валют, що є їх компонентами СПЗ [10, с. 312]. Одним з принципів, прийнятих в даний час як метод оцінки, є те, що валюти повинні бути вільно використовуваними, як це визначено в ст. XXX Статей угоди МВФ [5]. Це означає, що нинішня система схиляється в бік активу, який має кращі характеристики як резерв, ніж розрахункова грошова одиниця. Насправді, те, що вільно використовувані валюти є частиною кошика, за визначенням приносить додаткову волатильність, оскільки саме ці валюти найбільш піддаються спекуляціям на міжнародних фінансових ринках. Разом з тим, звичайно ж, прив'язка курсу СПЗ до кошику чотирьох валют робить їх курс значно менш волатильним, ніж курс будь-якої з окремо взятих валют.

Статті угоди МВФ не закріплюють принцип визначення цінності СПЗ, тому будь-яка зміна в методі оцінки їх цінності можлива в рамках існуючої правової бази, якщо її затвердять більшістю в 85 % голосів. При цьому не треба забувати, що США контролюють 16,76 % голосів у МВФ і саме вони є головним супротивником підвищення ролі СПЗ в міжнародних розрахунках [11].

Реформи потребує й механізм забезпечення світового сукупного попиту. Для цього, по-перше, слід вивчити чи існує зв'язок між принципами, що визначають випуск нових СПЗ та їх погашення, і потребами світового сукупного попиту. По-друге, мають бути переглянуті критерії розподілу СПЗ між членами МВФ. Сьогодні СПЗ автоматично розподіляються між членами МВФ виходячи з їх квот. Така система є обмежувальною, неадекватною і застарілою. В результаті країни з великими квотами в МВФ, деякі з яких не потребують збільшення резервів, отримують найбільшу кількість СПЗ. Механізм, спрямований на зміцнення сукупного попиту, повинен робити більший наголос на потреби країн, а не визначатися механічно. Тому існуючий механізм має бути поліпшений. А це, у свою чергу, вимагає реформування закріпленого в Статтях угоди МВФ принципу розподілу СПЗ [12, с. 616].



Таким чином, проведене в статті дослідження дозволило дійти висновку, що реформування МВС має бути спрямоване на вирішення трьох основних завдань: сприяння впорядкованому виходу з глобальних дисбалансів; зниження волатильності національних валют, що тягне за собою негативні наслідки для потоків товарів і капіталів; збереження адекватного рівня сукупного попиту. При цьому деякі з пропозицій щодо реформування МВС можуть бути втілені у життя без істотного змінення сучасної правової бази. Однак, для здійснення більш серозних реформ існуючої правової бази не достатньо. Особливо коли мова йде про роль долара США та СПЗ в глобальній резервній системі, створеній ще у 1960-х роках.

### *Література:*

1. IMF, The Fund's Mandate – The Legal Framework (Feb. 22, 2010) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/022210.pdf>
2. Group of Twenty, Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit (September 24-25, 2009) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.g20.org/documents/pittsburgh\\_summit\\_leaders\\_statement\\_250909.pdf](http://www.g20.org/documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf)
3. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financialcrisis/PreliminaryReport210509.pdf>
4. IMF, Reserve Accumulation and International Monetary Stability (April 13, 2010) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>
5. Статті соглашения Международного Валютного Фонда [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/rus/index.pdf>
6. IMF, Proposal for a General Allocation of SDRs (June 9, 2009) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/060909.pdf>
7. Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System. Ed. by Paola Subacchi and John Driffill. – London: Chatham House, 2010. – 82 p.
8. IMF, Currency Amounts in New Special Drawing Rights (SDR) Basket [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdrbasket.htm>

9. Council on Foreign Relations, Zhou Xiaochuan's Statement on Reforming the International Monetary System (March 23, 2009) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cfr.org/china/zhou-xiaochuans-statement-reforming-international-monetary-system/p18916>
10. The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System: Proceedings of a Seminar Held in Washington, D. C. (March 18-19, 1996) / Ed. Mussa M., Boughton J. M., Isard P. – Washington, D. C.: International Monetary Fund, 1996. – 464 p.
11. IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#U>
12. Caliri A. Updating the International Monetary System to Respond to Current Global Challenges: Can It Happen Within the Existing Legal Framework? // Minnesota Journal of International Law. – 2011. – № 20. – p. 588-618