

Майкл ДУЛИ  
Университет Калифорнии (Санта-Круз, США)

Дэвид ФОЛКЕРТС-ЛАНДАУ  
Управляющий директор Дойче Банк

Петер ГАРБЕР  
Университет Браун (Провиденс, США)

## **ЭССЕ ПО ПОВОДУ НОВОЙ БРЕТТОН-ВУДСКОЙ СИСТЕМЫ<sup>34</sup>**

*Если бы все деньги, которые я плачу своему  
портному, тут же возвращались в виде кредита,  
честное слово, я заказывал бы больше костюмов.*  
Jacques Rueff (1965)

В данной работе мы постараемся аргументированно показать, что мировая валютная система практически не изменилась с того момента, как были заключены соглашения в Бреттон-Вудсе. В центре Бреттон-Вудской системы находились Соединенные Штаты с их достаточно либеральной системой финансовых и внешнеторговых отношений, а разрушенные войной экономики Европы и Японии представляли собой развивающуюся периферию. Страте-

---

<sup>34</sup>Публикация из серии «Рабочие материалы Национального бюро экономических исследований», № 9971, Сентябрь, 2003 («An Essay on the Revived Bretton Woods System», NBER Working Paper No. 9971, September, 2003).

гия развития стран периферии базировалась на заниженном валютном курсе, контроле над движением капитала, ограничениях во внешней торговле и накоплении валютных резервов. При этом США выполняли функции финансового посредника, поддерживающего кредитоспособность стран периферии. США обеспечивали доступ этих стран к долгосрочным финансовым ресурсам в основном за счет предоставления им прямых иностранных инвестиций.

По мере того как происходило восстановление экономики и экономических институтов, страны периферии сместились в центр мировой валютной системы. Необходимость в фиксированном валютном курсе и поддержке экономического развития со стороны США отпала, в том числе и потому, что бывшие страны периферии осознали выгоду, которую получали США, предоставляя услуги финансового посредничества. Для примера, демонстрирующего столкновение интересов стран периферии и США, можно обратиться к описанию споров между Францией и США, представленному в работе Rueff и Hirsch (1965).

Тогда, как и сейчас, основная дискуссия о будущем мировой валютной системы разворачивалась вокруг *желания* стран периферии накапливать обязательства страны, являющейся центром системы и выступающей в роли финансового посредника. Так, Triffin<sup>35</sup> (1965) утверждал, что США могут обеспечивать долларами валютные резервы растущей мировой экономики, «но только при условии, что правительства и центральные банки европейских стран готовы вверить судьбу накапливаемых ими резервов политическому руководству, органам денежно-кредитного регулирования и банковскому сообществу США <...>. Трудно представить, чтобы они [европейские страны] слепо согласились на финансирование дефицита США в будущем, не обращая внимания ни на его потенциальный размер, ни на причины его появления и роста».

В более поздних работах, посвященных анализу систем фиксированных валютных курсов (например, Helpman (1981) и Giovanni (1989)), описывается ситуация, при которой страна центра сталкивается с межвременными ограничениями. Это позволяет лучше

---

<sup>35</sup>Роберт Триффен (Robert Triffin) — известный бельгийский экономист, работал в Федеральной резервной системе США, Международном валютном фонде, Организации по экономическому сотрудничеству и развитию, в 1960-х гг. выступил с критикой Бреттон-Вудской системы (**прим. ред.**).

понять, как происходит процесс корректировки системы в условиях, когда стране центра приходится расплачиваться по своим долгам. В данном случае мы хотели бы детально рассмотреть ту ситуацию, при которой периферийные страны соглашаются на финансирование дефицита США в течение достаточно продолжительного периода. Причем это решение является полностью осознанным с их стороны. Так, в работе McKinnon и Schnoble (2003) представлены некоторые аргументы в пользу поддержания режимов фиксированных курсов в странах Азии. Мы обращаем особое внимание на тот факт, что политика увеличения валютных резервов являлась примером успешной реализации стратегии экономического развития и позволила добиться накопления капитала для повышения конкурентоспособности стран на мировом рынке. Такая стратегия, однако, не является наиболее предпочтительным и наилучшим решением (*first-best strategy*). Странам было бы выгодно обеспечивать расширение инвестиций, способствующее повышению конкурентоспособности внутреннего производства, и также осуществлять оптимальное размещение собственных резервов. Однако из этих двух целей именно расширение инвестиций — более важный фактор с точки зрения экономического развития. Очевидно, что при этом также требуется установить контроль над движением капитала, поскольку в противном случае резиденты стран периферии своими действиями могут снизить эффективность политики государства. В целом при росте реальной заработной платы в экспортных отраслях данная стратегия может достаточно долго служить основой экономического развития страны.

После того как европейские страны сместили акценты в своем экономическом развитии на либерализацию рынков и отказались от контроля за движением капитала, система фиксированных валютных курсов в 1970-х гг. развалилась. Произошел переход к системе плавающих валютных курсов. По нашему мнению, введение плавающих валютных курсов и либерализация движения капитала были связаны с наступлением так называемого переходного периода, *который характеризовался отсутствием в мире сколько-нибудь значимых стран периферии*. Точнее сказать, в этот период на периферии мировой экономической системы не существовало стран, которые бы реализовывали стратегию экспортно ориентированного роста.

В переходный период, когда и произошло распространение режима плавающего валютного курса, коммунистические страны играли незначительную роль в мировой валютной системе. Большинство других развивающихся стран, особенно те, где только закончился период колониального правления, выбрали социализм или сосредоточились на стратегии импортозамещения, что также ограничивало их участие в мировой экономике. Подобная стратегия не способствовала развитию внешней торговли и притоку в эти страны долгосрочного иностранного капитала. Она была направлена на развитие производства товаров, которые, как впоследствии оказалось, были неконкурентоспособны на мировом рынке. В этой связи накопление капитала, которое происходило в рамках такой стратегии развития, не имело большой ценности. Как показывает пример коммунистических стран, после либерализации внешней торговли и финансовых операций в них произошло значительное обесценивание всего объема капитала, накопленного ранее. По сути, эти страны оказались в таком же положении, как и европейские страны после окончания Второй мировой войны.

После дискредитации социалистической модели развития в 1980-х гг. и последующего краха коммунизма в 1989—1991 гг. новые страны периферии фактически присоединились к центру мировой экономической системы, представленному тремя крупными игроками — США, Европой и Японией. Периферийные страны стремились повысить открытость своих экономик — либерализовать внешнюю торговлю и финансовые рынки для привлечения иностранного капитала.

Несколько десятилетий новые страны периферии оставались закрытыми экономиками, для которых были характерны низкий уровень запаса капитала, слабость финансовых рынков и низкое качество производимых товаров, что делало их неконкурентоспособными на мировом рынке. Со своей стороны «вашингтонский консенсус» предлагал данным странам немедленно присоединиться к центру мировой системы, открыв внутренние финансовые рынки.

В это время были и другие страны, в основном представители Азиатского региона, которые выбрали такую же стратегию развития, что и послевоенные страны Европы и Япония, а именно: занижение валютного курса, проведение масштабных валютных интервенций, введение ограничений на движение капитала, на-

копление валютных резервов и стимулирование экспортно ориентированного роста за счет увеличения поставок центральным странам мировой экономической системы.

Успех, достигнутый этими странами в экономическом развитии, фактически привел к возрождению мировой валютной системы, напоминающей ту, которая существовала в эпоху Бреттон-Вудса. Когда мы говорим о периферии, мы имеем в виду не малый размер экономик этих стран (в 1950-х гг. европейские страны и Япония являлись уже достаточно крупными экономиками), а прежде всего ту роль, которую они играют в развитии мировой валютной системы. В настоящее время азиатские страны достигли сопоставимого уровня экономического развития: именно они сейчас определяют динамику развития мировой валютной системы, накопления резервов, движения капитала и изменения валютных курсов. Развивающиеся рынки не могут больше рассматриваться в качестве мелких игроков, не способных влиять на страны центра. В определенный момент страны Азии достигнут такого уровня развития, при котором они смогут присоединиться к центру и перейти к режиму плавающих валютных курсов. Но этот момент наступит в лучшем случае лет через десять, и к тому времени, возможно, появится новый круг стран (например, Индия), которые образуют новую периферию мировой валютной системы.

Как отмечает Eichengreen (1995), «одной из наиболее ярких особенностей развития мировой валютной системы за последние сто лет является регулярное чередование режимов фиксированных и плавающих валютных курсов». В своей работе он выделил шесть возможных причин, приводящих к смене валютных режимов. Все они вполне обоснованны, представляют определенный интерес и в конечном счете помогают нам лучше понять функционирование мировой валютной системы. По нашему же мнению, основное объяснение можно сформулировать так: сама валютная система не меняется, однако с течением времени меняются цели развития стран, являющихся элементами данной системы. Система фиксированных валютных курсов и контроль за движением капитала действовали в течение двадцати послевоенных лет, благодаря этому сочетанию страны периферии добились значительных успехов в области экономического развития и стали играть более значимую роль в мировой экономике. После выхода на новый уровень экономического развития эти стра-

ны столкнулись с необходимостью либерализации внутренних финансовых рынков, что в свою очередь обусловило введение плавающих валютных курсов. Таким образом, Бреттон-Вудская система сама по себе остается неизменной, но происходит смена стран, находящихся на периферии мировой валютной системы.

Работа Bordo и Flandreau (2003) прекрасно иллюстрирует тезис о взаимосвязи уровня развития финансовой системы и решения о выборе режима валютного курса в странах периферии. По мнению авторов, выбор режима также оказывается связан с «проблемой первородного греха»<sup>36</sup>, «страхом свободного плавания»<sup>37</sup> и рядом других особенностей экономической политики в развивающихся странах. В нашей работе основное внимание обращено на то, какое воздействие способны оказывать страны периферии на центральные страны.

Согласно доминирующей в настоящий момент точке зрения страны периферии не могут влиять на экономику центральных стран. По нашему мнению, это ошибочное утверждение. Для того чтобы доказать свою точку зрения, мы обратимся к анализу дефицита счета текущих операций США. Наша модель основана на том, что США, в очередной раз выступая в роли центра мировой валютной системы, получают возможность устанавливать собственные правила игры.

### **Мировая валютная система: к каким последствиям она нас ведет?**

Недавнее ослабление доллара относительно евро на мировом валютном рынке подталкивает нас к мысли о том, что по мере ухудшения своей чистой международной инвестиционной позиции США будут испытывать все больше трудностей в финансировании растущего дефицита по счету текущих операций. Однако если бы такие трудности действительно имели место,

---

<sup>36</sup>Под «проблемой первородного греха» (original sin) в экономической литературе понимается ситуация, в которой оказываются развивающиеся страны, вынужденные осуществлять внешние заимствования преимущественно в иностранной валюте из-за опасений инвесторов относительно надежности их национальных валют (**прим. ред.**).

<sup>37</sup>«Страх свободного плавания» (fear of floating) — термин, предложенный экономистами Calvo и Reinhart для описания ситуации, когда денежные власти страны даже в случае официального введения режима плавающего валютного курса отказываются прекращать его регулирование из-за опасений, что это приведет к значительным колебаниям курса национальной валюты (**прим. ред.**).

иностранные инвесторы должны были требовать более высокого уровня доходности на вложенный капитал. В то же самое время доходность финансовых активов и спреда в США сокращались, а не увеличивались.

Для того чтобы объяснить подобную аномалию, необходимо взглянуть на изменения, произошедшие в мировой валютной системе. Согласно общепринятым предположениям в условиях плавающих валютных курсов и отсутствия ограничений на движение капитала дефицит счета текущих операций США должен в конечном счете подвергнуться корректировке. Однако перечисленные выше условия не соответствуют действительности. В контексте новой Бреттон-Вудской системы мы должны пересмотреть свои представления о том, как осуществляется корректировка дефицита в такой системе.

Новый взгляд на мировую валютную систему, который мы предлагаем, позволяет сделать четкие выводы о том, как различные участники мировой валютной системы приспособляются к значительному дефициту счета текущих операций в стране, выступающей в роли ее центра. В частности, предлагаемая нами модель позволяет прогнозировать развитие ситуации в Европе и на развивающихся рынках, которые в будущем столкнутся с наиболее сложными вызовами при проведении макроэкономической политики.

### **Регион «текущих операций» против региона «капитальных операций»**

В настоящее время мировая экономика может быть разделена на три валютные зоны. Поскольку по большей части эти зоны образованы из географически близких стран, для простоты понимания они могут быть обозначены как Восточная Азия, США и Европа. Однако, по нашему мнению, более точной является группировка стран по функциональному признаку. Мы считаем, что современная мировая экономика состоит из региона «текущих операций» (Азии), региона «капитальных операций» (Европы, Канады и Латинской Америки) и центра, находящегося в США.

Главная цель стран Азии как представителей региона «текущих операций» — обеспечить экспорт своих товаров в США. Экспорт является основным источником их экономического роста. В том случае, если импорт отстает от уровня экспорта, денежные власти направляют излишки иностранной валюты на покупку государст-

венных ценных бумаг США, не обращая ни малейшего внимания на соотношение риска и доходности этих финансовых активов. Потенциальный объем такого рода инвестиций со стороны азиатских стран пока неограничен, поскольку уровень их экономического развития также далек от своего предельного уровня. Альтернативой для стран Азии может служить направление иностранной валюты на импорт оборудования. Переход к такой политике может быть связан, в частности, с угрозой давления со стороны других стран на их торговую политику.

Страны региона «текущих операций» осуществляют регулирование курса своих национальных валют. В то время как номинальные валютные курсы претерпели большие изменения в результате азиатского кризиса 1997 г. и макроэкономических шоков в Японии, азиатские центральные банки продолжали проводить значительные интервенции, стремясь предотвратить укрепление национальных валют.

Европейские страны, Канада, Австралия и большинство стран Латинской Америки в настоящее время относятся к региону «капитальных операций». Инвесторы данного региона, принимая решения, учитывают соотношение между риском и доходностью своих вложений, поэтому в последнее время они испытывают определенное беспокойство относительно своих американских активов.

Страны региона «капитальных операций» проводят политику плавающего валютного курса. Например, с момента введения единой европейской валюты колебания ее курса относительно доллара США достигали 30%. Денежные власти в странах региона «капитальных операций» не проводят активных интервенций: за последние десять лет объем их валютных резервов практически не изменился.

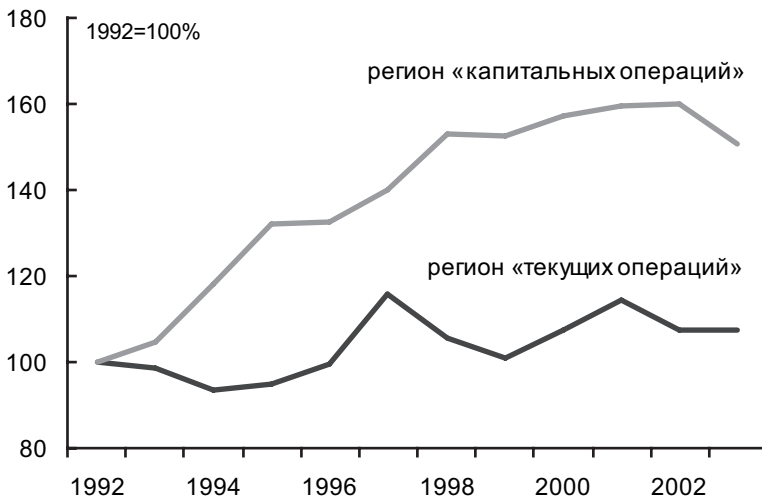
Что касается третьей валютной зоны, то США являются центральной страной современной валютной системы и выступают в качестве финансового посредника для двух других регионов. США не проводят регулирование валютного курса. Они также не осуществляют накопление валютных резервов и, таким образом, могут быть отнесены к региону «капитальных операций». В то же самое время их политика, нацеленная на поддержание экономического роста, позволяет отнести США и к региону «текущих операций». США нуждаются в финансовых ресурсах для роста, и



иностранные сбережения являются для них важным источником финансирования внутренних инвестиций. Несмотря на то, что представители американской промышленности периодически выступают с жалобами относительно слишком высокого курса доллара, в целом текущее положение вещей вполне устраивает США и их мало заботят опасения инвесторов, вызванные ухудшением международной инвестиционной позиции страны.

Различия между регионами «капитальных операций» и «текущих операций» представлены на графиках ниже. На Рисунке 1 показана динамика индекса эффективного валютного курса для каждого из регионов<sup>38</sup>. Для стран региона «капитальных операций» в целом характерно существенное обесценивание национальных валют относительно доллара США за период с 1992 г. до конца 2002 г. Данная тенденция исчезла только в первой половине 2003 г. Мы объясняем произошедшее тем, что частные инвестиции из региона «капитальных операций» поддерживали доллар и помогали США финансировать дефицит счета текущих операций. Курсы национальных валют региона «текущих операций» оставались стабильными в течение всего рассматриваемого периода.

**Рисунок 1. Индексы реального эффективного курса**

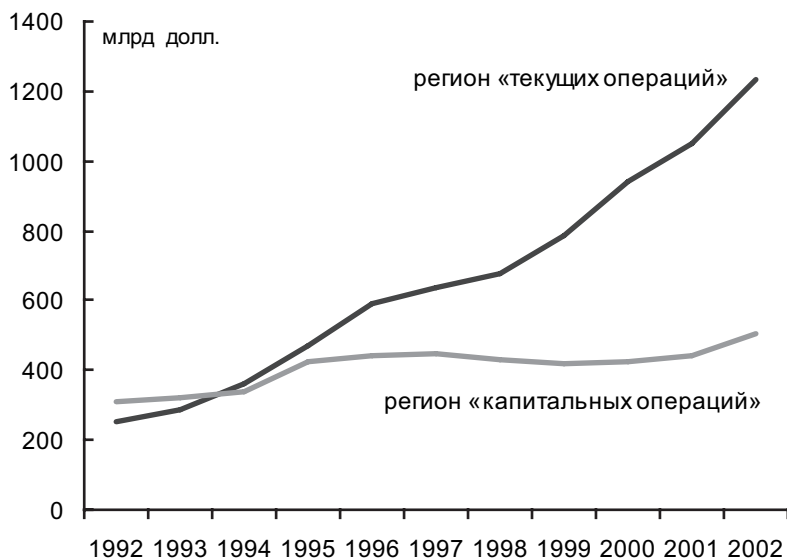


Источник: DB Global Markets Research, BEA.

<sup>38</sup>На рисунке рост индекса соответствует снижению валютного курса (прим. ред.).

Поступления частных инвестиций из региона «текущих операций» были незначительны, однако, как показано на Рисунке 2, инвестиции госсектора этого региона являлись важным источником финансирования дефицита США. Официальные валютные резервы региона «текущих операций» демонстрировали устойчивую тенденцию роста, составив 1,2 трлн долл. в 2003 г. Экстраполируя отмеченные нами тенденции на будущее, следует ожидать дальнейшего укрепления валют региона «капитальных операций», а также сохранения стабильности валют и ускоренного накопления валютных резервов странами региона «текущих операций».

Рисунок 2. Международные резервы



Источник: DB Global Markets Research, BEA.

### Различия в мотивах финансирования дефицита счета текущих операций США

Дефицит счета текущих операций США, составивший около 500 млрд долл. (или 4,7% ВВП) в 2003 г., финансировался за счет поступлений частных иностранных инвестиций из региона «капитальных операций» и инвестиций госсектора стран региона

«текущих операций». Такая ситуация наблюдалась на протяжении последних пяти лет, когда дефицит США увеличился со 130 млрд долл. в 1997 г. до 400 млрд долл. в 2001 г. При этом увеличение дефицита счета текущих операций способствовало экономическому росту остальных регионов мировой экономики.

Страны Азиатского региона (такие, как Гонконг, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Тайвань, Япония) в валютной политике осуществляют регулирование курса национальных валют относительно доллара США и отпускают свои валюты в «свободное плавание» относительно валют региона «капитальных операций». Экспорт капитала из этих стран в конечном счете способствует росту профицита торгового баланса. Довольно часто страны региона прибегают к контролю за движением капитала и административному регулированию цен. Некоторые валютные режимы являются жестко фиксированными (в Гонконге, Китае, Малайзии), другие (в Японии и Корее) — плавающими, однако допускающими активные валютные интервенции и накопление валютных резервов в долларах США.

Начиная с середины 1998 г. курс японской иены сначала вырос относительно доллара с отметки 120 иен за доллар до 105 иен, затем вновь упал до 135 иен за доллар и в настоящее время находится на уровне 116 иен. При этом объем официальных валютных резервов только в 2002 г. увеличился на 92 млрд долл. (общий объем экспорта капитала составил 116 млрд долл.), а в целом начиная с 1998 г. — на 275 млрд долл. Прирост резервов в Китае в 2001 г. составил 56 млрд долл. и 74 млрд долл. в 2002 г. Валютные резервы Тайваня выросли в 2001 г. на 16 млрд долл. и на 40 млрд долл. — в 2002 г. В целом государственный сектор этих трех стран профинансировал 42% из общего объема дефицита счета текущих операций США в размере 489 млрд долл. Таким образом, экспортноориентированный рост стран Азии сопровождается расширением спроса на американские активы и накоплением официальных валютных резервов. При общем объеме профицита счета текущих операций стран Азии в 2002 г. в объеме 200 млрд долл. прирост резервов составил немногим менее 200 млрд долл.

Страны Европы и Латинской Америки являются основными представителями региона «капитальных операций». В европейских странах движение капитала прежде всего было связано с опе-

рациями частного сектора. В странах Латинской Америки в настоящее время происходит снижение оттока капитала, в результате чего национальные валюты в этих странах укрепляются. Приток капитала в регион отчасти может быть связан с улучшением экономических показателей Латинской Америки. Однако свою роль в этом процессе сыграли также низкая доходность финансовых активов и неопределенность будущего экономического развития США. Приток частного капитала в Европе и Канаде в конечном итоге привел к росту курса национальных валют, а Бразилия и Аргентина уже утратили часть ценовой конкурентоспособности, которую получили в результате девальвации национальных валют в 2002 г. и 2003 г. соответственно.

### **Насколько устойчива новая Бреттон-Вудская система?**

Несмотря на рост дефицита счета текущих операций США, сложившаяся новая Бреттон-Вудская система остается стабильной и устойчивой. Структура счета текущих операций и роста валютных резервов соответствует предпочтениям региона «текущих операций» относительно приобретения американских активов государственным сектором и до начала 2003 г. предпочтениям представителей частного сектора из региона «капитальных операций». Однако по мере роста внешнего долга США стабильность системы может быть поставлена под сомнение.

Можно утверждать, что сохранение притока капитала в США на прежнем уровне требует роста доходности финансовых активов, т. е. доходность американских активов должна увеличиться, а доллар США обесцениться.

Однако, по нашим оценкам, экспорт капитала из стран Азии в США способен отчасти заменить экспорт из европейских стран. Это приведет к увеличению спроса азиатских стран на финансовые активы США и предотвратит рост доходности американских активов.

Укрепление европейской валюты, наблюдаемое в последнее время, мы связываем с началом данного процесса. При этом страны региона «текущих операций» будут по-прежнему ограничивать укрепление национальных валют и увеличивать свои запасы низкодоходных американских активов. Если данная тенденция продолжится, то Европа в конечном итоге столкнется с вытесне-

нием своего экспорта. Кроме этого, европейские страны могут начать продавать свои американские активы странам Азии, опасаясь нестабильности мировой валютной системы.

К настоящему моменту действия стран Европы и Азии в совокупности привели к падению доходности американских активов, росту биржевых индексов и уменьшению спредов. Это происходило на фоне резкого обесценивания доллара США относительно евро и других валют региона «капитальных операций» и существенного увеличения дефицита счета текущих операций США. В то же самое время курс национальных валют стран Азии относительно доллара практически не изменился.

Заниженный курс азиатских валют часто вызывает жалобы со стороны США. Особенно жесткие претензии звучат в адрес Китая, сравнительно меньше внимания уделяется Японии, хотя интересно отметить, что японские товары в большей степени конкурируют с продукцией американских производителей. При этом утверждается, что поддержание валютных курсов на заниженном уровне неизбежно спровоцирует перегрев экономики и инфляцию, что в конечном итоге все равно приведет к автоматическому росту реального валютного курса. Однако данный процесс может происходить в течение довольно длительного времени. Например, в Китае прирост денежного агрегата M2 на 16% в год в целом не угрожает ценовой стабильности и только недавний рост на 20% может привести через два года (в 2005—2006 гг.) к росту инфляции до 5% по сравнению с текущим уровнем в 0,5% (в 2003 г.). В качестве возможных мер, направленных на сдерживание инфляции, может рассматриваться повышение обязательных резервных требований или процентных ставок. Если давление со стороны торговых партнеров (прежде всего США) усилится, Китай может допустить символическое укрепление юаня в районе 3% или увеличить импорт товаров из США. Однако стимулирование роста останется основной целью политики Китая на ближайшее время в связи с необходимостью создавать новые рабочие места в стране, где более 40% населения все еще заняты в аграрном секторе. В дальнейшем Индия, так же располагающая значительным резервом увеличения занятости населения, будет готова занять место Китая на периферии мировой валютной системы.

### **Регион «текущих операций» примет на себя финансирование дефицита США в долгосрочном периоде**

Политика стран Азии по приобретению финансовых активов США вполне рациональна. Потенциально страны Азии были бы готовы наращивать экспорт в любые регионы мира и принимать на себя финансирование любых возникающих в связи с этим дисбалансов. Однако США являются открытой экономикой, а европейские страны нет. После присоединения восточноевропейских стран Европа не готова еще больше открывать свои рынки для иностранных товаров в связи с наличием серьезных структурных проблем. Поэтому страны Азии направляют свой экспорт и финансовые ресурсы в США, в противном случае США, столкнувшись с нехваткой финансовых ресурсов, были бы вынуждены ввести ограничения во внешней торговле. В этой связи странам Азии нет смысла переключаться на европейские активы, поскольку это негативно скажется на их торговле с США.

Интересно отметить, что в текущих условиях оценка экономики США инвесторами региона «капитальных операций» вообще перестает играть какую-либо значимую роль. В обозримом будущем США будут зависеть от финансирования, поступающего прежде всего из стран Азии.

В рамках текущей валютной системы дефицит США в торговле с Азией полностью компенсируется притоком капитала из Азии. Если Европа и другие страны региона «капитальных операций» захотят резко сократить свои запасы американских активов, это приведет только к значительному укреплению их национальных валют относительно доллара. Это позволит США и, что более вероятно, странам Азии увеличить профицит в торговле с этими странами. В результате государственный сектор стран Азии фактически примет на себя полное финансирование сложившегося дефицита в мировой внешней торговле.

Интересно также показать, какое место занимают такие страны, как Мексика, Канада, Австралия, Россия, на нашей карте регионов мировой валютной системы. Первые три страны придерживаются политики плавающего валютного курса и, таким образом, должны быть отнесены к региону «капитальных опера-

ций». Они столкнутся с укреплением своих национальных валют, а их американский экспорт будет постепенно вытесняться странами Азии. Россия по-прежнему останется прежде всего экспортером нефти.

В общем, в настоящее время развивающиеся страны имеют следующий выбор: присоединиться либо к Азии (региону «текущих операций»), либо к Европе (региону «капитальных операций»). Если эти страны будут следовать азиатской модели, им придется любыми способами ограничивать колебания курса национальных валют относительно доллара и сохранять заниженный курс своих валют для стимулирования экспорта. В этом случае они должны будут прибегнуть к контролю над движением капитала, а также валютным интервенциям.

### **Заключение**

Если европейские инвесторы ограничат приток капитала в экономику США из-за опасений, вызванных растущим внешним долгом, произойдет резкое укрепление евро относительно доллара. Внутренние сбережения останутся в Европе, что приведет к снижению доходности финансовых активов. Экономика стран Азии будет расти еще быстрее за счет вытеснения европейских товаров в структуре импорта США. Экономический рост в Европе, наоборот, замедлится. Доходность финансовых активов в США не будет расти даже в условиях продолжающегося расширения дефицита счета текущих операций, падения курса доллара относительно евро и снижения притока капитала из Европы и других стран региона «капитальных операций».

Каждая развивающаяся страна должна будет выбрать определенную стратегию развития. Страны Латинской Америки, стремящиеся к экспортноориентированному росту, будут выступать за либерализацию внешней торговли, поддержку заниженного курса национальных валют и осуществление контроля над движением капитала, то есть за азиатскую модель развития. В то же время представители центральных банков и МВФ являются традиционными сторонниками плавающих курсов валют и свободы движения капитала, то есть модели, реализующейся регионом «капитальных операций» (европейской модели развития). Развивающиеся рынки Европы в своей валютной политике бу-

дут, по всей видимости, поддерживать стабильность национальных валют относительно евро. В этой связи у стран Азии также появится возможность потеснить эти страны на американском рынке.

Общепринятая точка зрения на развитие мировой валютной системы заключается в следующем: 1) Бреттон-Вудская система прекратила свое существование тридцать лет назад, и с тех пор целостная мировая валютная система отсутствовала; 2) в настоящее время на ее месте возникла некая новая система. Однако на самом деле на протяжении всего этого времени система не менялась, изменялись только отдельные ее элементы. Первоначально находившиеся на стадии развивающихся экономик Европа и Япония достигли в конечном итоге такого уровня развития, при котором у них отпала потребность в финансовом посредничестве центра мировой валютной системы — США. На протяжении двух десятилетий не было никого, кто мог занять место этих стран на периферии мировой валютной системы. Однако с развалом социалистического блока и появлением новых развивающихся рынков произошло возрождение системы, которая по своей сути является инкубатором для подобных экономик.

В условиях новой Бреттон-Вудской системы мы предполагаем, что некоторые вопросы, которые были актуальны пятьдесят лет назад, снова окажутся в центре внимания теории международных финансов. Может ли существовать центр с двумя резервными валютами? Как долго страны региона «текущих операций» смогут поддерживать изоляцию своих внутренних финансовых систем за счет контроля над движением капитала? Приносит ли система экономические выгоды и укрепление геополитического положения стране, являющейся центром мировой валютной системы (как утверждали DeGaulle и Rueff)? Выполняет ли центральная страна функции по обеспечению финансовой ликвидности стран периферии, осуществляя краткосрочные заимствования и предоставляя долгосрочные ресурсы этим странам (как утверждали Despres, Kindleberger и Salant)<sup>39</sup>? Должен ли МВФ осуществлять ру-

---

<sup>39</sup>В данном случае речь идет о статье «Доллар и международная ликвидность: мнение меньшинства», опубликованной в журнале «Экономист» в 1966 г. (Despres E., Kindleberger C., and Salant W. (1966) «The Dollar and World Liquidity: A Minority View.» *The Economist*, February 5) (прим. ред.).



ководство системой фиксированных валютных курсов? Станут ли специальные права заимствования (СДР)<sup>40</sup> чем-то большим, чем просто корзиной валют?

## Литература

Bordo, Michael and Flandreau, Marc, «Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization», NBER Working Paper 8584, November, 2001.

Dornbusch, Rudiger, «Comment» on Michael Bordo, «The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview» in Michael Bordo and Barry Eichengreen, eds., *A Retrospective on the Bretton Woods System*, University of Chicago Press, 1993.

Eichengreen Barry, Endogeneity of Exchange Rate Regimes, in Understanding Interdependence: *The Macroeconomics of the Open Economy*, Peter Kenen Ed Princeton University Press 1995, p. 3 — 34.

Giovannini, Alberto, «How Do Fixed-Exchange-Rate Regimes Work? Evidence from the Gold Standard, Bretton Woods and the EMS», in Marcus Miller, Barry Eichengreen, and Richard Portes, eds., *Blueprints for Exchange Rate Management*, New York, Academic Press, 1989, p. 13—41.

Helpman Elhanan, «An Exploration of the Theory of Exchange Rate Regimes», *Journal of Political Economy*, 89, 1981, p. 865—890.

Kindelberger, Charles P., «Balance of Payments Deficits and the International Market for Liquidity», *Princeton Essays in International Finance*, no. 46 (May, 1965), Princeton University International Finance Section.

McKinnon, Ronald and Schnobl, Gunther, «The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin», mimeo January, 2003.

Rueff, Jacques and Fred Hirsch, «The Role and Rule of Gold: An Argument», *Princeton Essays in International Finance*, no 47 (June, 1965), Princeton University International Finance Section.

---

<sup>40</sup>«Специальные права заимствования» (англ. — Special Drawing Rights, SDR) — международные резервные активы, созданные в рамках Международного валютного фонда (МВФ). Существуют в виде записей на специальных счетах стран — членов МВФ и предназначены для покрытия дефицитов их платежных балансов, пополнения валютных резервов и расчетов с фондом. Более подробная информация представлена на сайте МВФ по адресу: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> (прим. ред.).

Triffin, Robert, «The Evolution of the International System: Historical Reappraisal and Future Perspective», *Princeton Essays in International Finance*, no 47 (June, 1965), Princeton University International Finance Section.