

# Глобальные финансы: прошлое и настоящее

Алан М. Тэйлор

**Н**ЕСМОТРЯ на выражаемые время от времени разочарование и сомнения, глобализация экономической жизни в настоящее время воспринимается почти как данность. Нигде эта тенденция не была столь всеобъемлющей, как на мировых финансовых рынках в последние несколько десятилетий. Потоки капитала резко увеличились в объеме как в развивающихся, так и в развитых странах, что создало новые возможности для получения экономических выгод и поставило сложные задачи перед разработчиками политики. Эту ситуацию еще ни в коей мере нельзя считать устоявшейся.

Некоторые читатели, возможно, удивятся, узнав, что в предыдущем абзаце речь идет не только о 2004 году, но и о 1904 году, относящемся к эпохе глобализации, которая продолжалась с 1870 по 1914 год. Поразительные аналогии между той и нынешней эпохами глобализации были описаны во многих недавних исследованиях. Эти аналогии поднимают ряд вопросов, касающихся эволюции глобальной экономики в XIX веке, ее краха в 1914 году и возобновления процесса глобализации в конце XX века.

Вместе с Морисом Обстфельдом (Калифорнийский университет, Беркли) мы провели системное исследование этих событий, результатом которого стала наша новая работа, посвященная экономической истории глобальных рынков капитала и сопутствующих ей политico-экономических проблем. Мы пришли к выводу, что разработка и проведение экономической политики повсеместно определялись фундаментальной трилеммой макроэкономической политики, с которой сталкиваются все государства. Эта трилемма заключается в том, что государство не может одновременно поддерживать привязку валютного курса, сохранять открытость рынка капитала и пользоваться независимостью в денежно-кредитной политике. В настоящей статье обобщаются собранные нами факты, которые свидетельствуют об универсальности данной трилеммы, и делаются выводы, полезные для современных разработчиков экономической политики.

## Подъем и спад глобализации

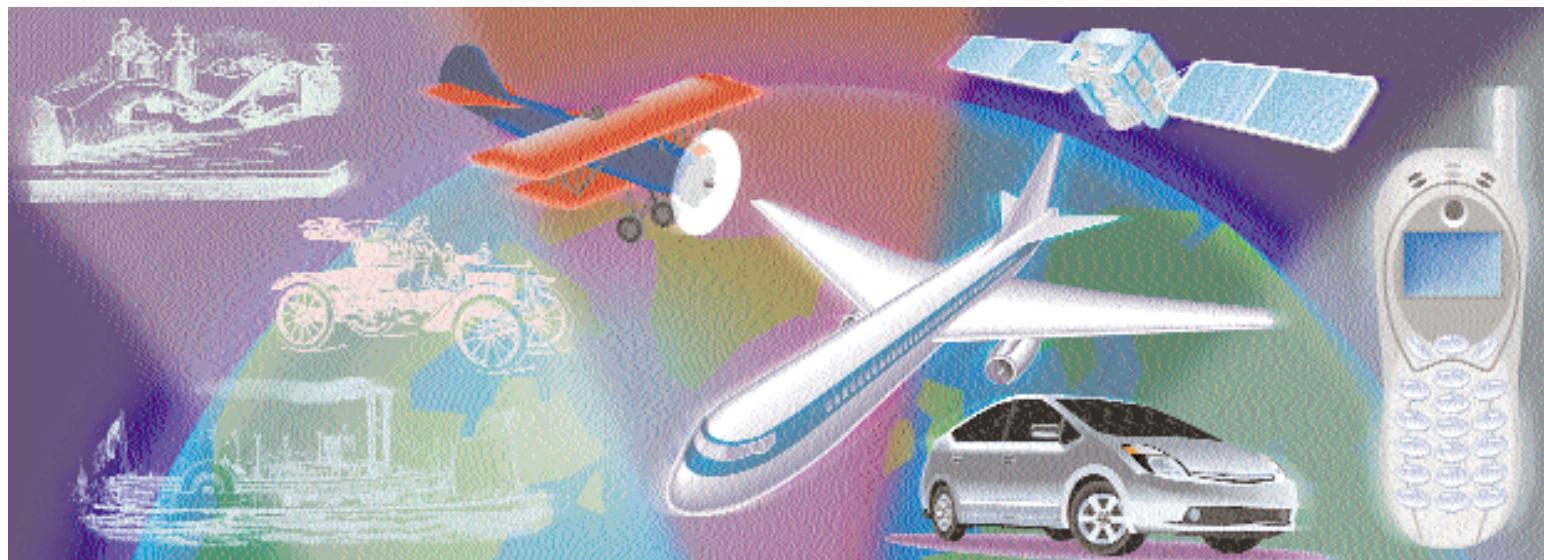
В начале XIX века международная финансовая система во многих отношениях характеризовалась достаточно четкой преемственной связью с предшествовавшей ей системой XVII века, и доминирующее положение в ней по-прежнему занимали Лондон и Амстердам. В институциональном плане более или менее выраженная позиция невмешательства государства в экономику, преобладавшая с 1688 года, обеспечивала этим рынкам возможность для развития. Но объем капитала оставался небольшим и использовался главным образом на финансирование в пределах Европы, а технический прогресс шел медленно. Однако всему этому суждено было измениться за какие-нибудь несколько десятилетий благодаря развитию глобального финансового рынка и его разнообразных «помощников»: телеграфа и других изобретений в области транспорта и связи; росту европейской колонизации, а также в связи с началом институциональной «модерниза-

ции», которая осуществлялась в принудительном порядке или путем подражания. Особое значение для данного процесса имело появление классического золотого стандарта международного валютного режима. В 1913 году мировая экономика значительно отличалась от экономики начала XIX века.

Но эта экономика не выдержала двух мировых войн и Великой депрессии, а также политico-экономической напряженности, сопутствовавшей той эпохе небывалых потрясений. К середине 1930-х годов свободное движение товаров, рабочей силы и капитала почти прекратилось. Большая часть XX века — по крайней мере с 1929, а возможно, и с 1913 года — это история радикальных экспериментов в области политической экономии и денежно-кредитной политики, которые, по прогнозу негативистов, начиная с историка экономики Карла Полания, должны были навсегда остановить процесс экономической интеграции. На протяжении многих десятилетий казалось, что они правы.

Затем появились Джон Мейнард Кейнс и Гарри Декстер Уайт — создатели послевоенного экономического порядка, получившего название Бреттонвудской системы, одним из столпов которого стал МВФ. МВФ воплотил в себе новую макроэкономическую парадигму, краеугольными камнями которой были привязки валютных курсов и механизмы контроля за капиталом. Поскольку в период кризисов 1930-х годов роль свободных потоков капитала была поставлена под сомнение, МВФ выступил в поддержку механизмов контроля за капиталом. Аналогичным образом, плавающие валютные курсы ассоциировались со спекуляцией и нестабильностью, а следовательно, с нарушениями в торговле. Эти опасения послужили причиной выбора принципа фиксированных (хотя и «корректируемых») паритетов. Данная схема объясняет, почему даже после 1945 года мировым рынкам капитала потребовалось так много времени на восстановление.

Только после распада Бреттонвудской системы под давлением дефицита платежных балансов в конце 1960-х и начале 1970-х годов начал реально формироваться новый порядок, но даже тогда этот процесс шел неравномерно. Распад начался, когда стало ясно, что для поддержания торговли в объемах, которые приносили бы ощутимые экономические выгоды, необходимо было разрешить проводить крупные платежные операции. При этом в качестве ответной реакции на политico-экономическую напряженность корректировки привязок валютных курсов проводились довольно регулярно. Это не только создавало условия для кризиса в краткосрочной перспективе, но и со временем должно было вызвать сомнения относительно общей схемы глобальной финансовой архитектуры. Более того, становились очевидными потенциальные выгоды от финансовой открытости, поскольку разымающиеся страны, экономика которых была по большей части закрыта для потоков из развитых стран, страдали от недостатка финансирования. В конечном счете, представления Кейнса и Уайта о мире, в котором можно было бы вести торговлю без риска благодаря ограничению частного капитала, оказались иллюзиями.



Скептики, однако, предупреждали, что переход к плавающим валютным курсам приведет к ослаблению контроля над финансами ценой дезорганизации торговли и, возможно, даже самих финансовых потоков. Сейчас нам известно, что с тех пор торговля, равно как и финансы, процветают (см. рис. 1), и их объемы, по некоторым критериям, превышают пиковые значения, достигнутые в 1913 году.

### Трудные решения

Каким образом решения правительства в области экономической политики сказывались на притоке и оттоке капитала с течением времени? Организующим принципом обсуждения монетарной истории глобальных рынков капитала служит упомянутая выше трилемма. Она предоставляет способ охарактеризовать стоящий перед правительствами выбор из трех целей политики: привязки валютного курса, поддержания открытости рынка капитала или проведения активной денежно-кредитной политики. Эта трилемма возникает из-за того, что в любой заданный момент времени правительство может достичь лишь двух из указанных целей политики. Например, установив постоянный фиксированный валютный курс, оно может обеспечить стабильность валюты и открытость рынка капитала, но будет вынуждено отказаться от независимости денежно-кредитной политики. Если правительство выбирает независимость денежно-кредитной политики и открытый рынок капитала, оно может допустить свободное колебание валютного курса, но не сможет добиться валютной стабильности. Наконец, выбирая валютную стабильность и независимость денежно-кредитной политики, оно отказывается от цели интеграции рынков капитала.

Таким образом, данная трилемма должна иметь серьезные последствия для денежно-кредитной политики. Но является ли этот феномен эмпирически значимым? Экономистам нелегко дать ответ на этот вопрос. Вместе с Джоем Шамбо (Дартмутский колледж) и Обстфельдом я попытался применить новый подход: исследовать синхронность динамики внутренних и внешних процентных ставок. На основе данных за 130 лет мы классифицировали степень синхронности в зависимости от существующего режима валютного курса (фиксированный или плавающий) и наличия или от-

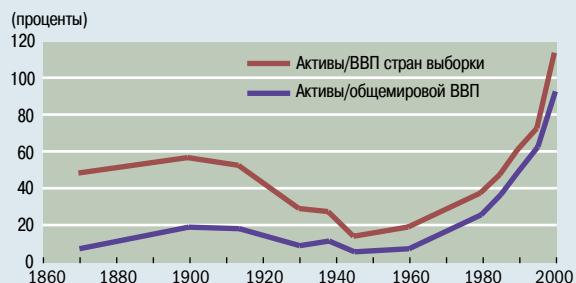
сутствия механизмов контроля за капиталом. Более высокая степень синхронности означает, что изменение внешних процентных ставок быстро приводит к аналогичному изменению внутренних процентных ставок, а следовательно, указывает на отсутствие у властей страны независимости в проведении денежно-кредитной политики. Так, независимость денежно-кредитной политики была ограниченной при фиксированных валютных курсах и открытых счетах операций с капиталом (в рамках золотого стандарта), но преобладала при режимах фиксированного валютного курса в условиях относительно закрытых счетов операций с капиталом (в рамках Бреттонвудской системы).

Подходящей отправной точкой для анализа фактических данных является период золотого стандарта (приблизительно с 1870 по 1913 год), который остается в некотором роде эталоном режима жесткого валютного курса. Однако даже золотой стандарт оставлял небольшое пространство для маневра

Рисунок 1

### Избыток капитала

Обе эпохи интеграции финансовых рынков характеризовались впечатляющими темпами роста глобальных рынков капитала.



Источник: Obstfeld and Taylor, 2004.

Примечание: На рисунке показано соотношение объема международных инвестиций (измеряемого показателем валовых активов) и валового внутреннего продукта. Выборка охватывает основных экспортёров капитала и другие страны, которые включаются в выборку с течением времени. Более подробные сведения о меняющейся выборке приведены в работе Obstfeld and Taylor, 2004.

благодаря наличию золотых точек — узких диапазонов валютных курсов, обусловленных транзакционными издержками. Для таких условий, названных Полом Кругманом (Принстонский университет) целевой зоной, Ларс Свенссон (также из Принстонского университета) построил формальную модель временной структуры процентных ставок и показал возможность возникновения крупных дифференциалов краткосрочных процентных ставок. Как следствие, между изменением внутренних и внешних процентных ставок может отсутствовать жесткая взаимосвязь. Таким образом, в данной модели мира неполная передача воздействия внешних процентных ставок на внутренние, очевидно, не может расцениваться как признак независимости проводимой политики; она может указывать на ограниченную независимость, определяемую рамками целевой зоны. Поэтому реальная проблема в конечном итоге сводится к эмпирическому вопросу о том, насколько узкими являются эти рамки.

Неудивительно, что в условиях золотого стандарта первоначальный результат процентного паритета, предполагающий полную передачу воздействия внешних процентных ставок на внутренние (с коэффициентом, равным единице), не имеет места даже при достаточно узких диапазонах, вводимых для аппроксимации золотых точек. Мы получили значение коэффициента, равное 0,6, которое статистически отлично как от нуля, так и от единицы. Имитационные расчеты по модели целевой зоны показывают, что 0,6 — значение коэффициента, которого следует ожидать при диапазоне валютных курсов в размере примерно 1 процент (между золотыми точками) и практически полной мобильности капитала.

Напротив, в периоды плавающих валютных курсов значение этого коэффициента оказалось ближе к нулю; это означает, что, отказавшись от привязки валютного курса, разработчики национальной экономической политики, в принципе, вновь получили широкие возможности для маневра. Например, в нередкие периоды плавающего валютного курса между 1870 и 1913 годами страны пользовались значительной независимостью в проведении денежно-кредитной политики; значение коэффициента передачи воздействия было близко к нулю, что сопоставимо с прогнозами, полученными с помощью имитационных расчетов параметров в течение этого периода.

При проведении аналогичного анализа для привязки валютных курсов в рамках Бреттонвудской системы никакой передачи воздействия внешних процентных ставок на внутренние не наблюдалось. Таким образом, можно сделать вывод, что когда создатели Бреттонвудской системы поставили задачу ограничить мобильность капитала, чтобы обеспечить свободу внутренней денежно-кредитной политики, им это прекрасно удалось. Если использовать более сложные динамические модели, оказывается, что некоторые развитые страны в более поздние годы существования Бреттонвудской системы представляли собой исключение из данного правила, но общий результат остается тем же.

Однако после краха Бреттонвудской системы мир вновь стал напоминать эпоху классического золотого стандарта. В целом привязка валютных курсов, возможно, используется не так часто, как сто лет назад, но когда страны выбирают режим привязки в условиях, в основном характеризующихся повы-

шенней мобильностью капитала, рассматриваемая трилемма все так же препятствует их способности проводить независимую денежно-кредитную политику. Коэффициент передачи воздействия составляет примерно 0,5 и статистически не отличается от 0,6, зарегистрированного в условиях классического золотого стандарта. Напротив, для современных режимов плавающих валютных курсов, как и ожидалось, значение этого коэффициента оказывается гораздо ниже. Коэффициенты передачи воздействия в условиях плавающих валютных курсов не настолько близки к нулю, как в конце XIX — начале XX века, что, возможно, указывает на некоторое сближение других номинальных якорей в рамках проводимой политики (например, таргетирования инфляции), а это может диктовать общие цели денежно-кредитной политики даже потенциально независимым разработчикам политики

в различных странах. Однако значения коэффициентов для современных режимов плавающих валютных курсов и валютной привязки по-прежнему существенно различаются между собой, поэтому можно утверждать, что заложенный в рассматриваемой трилемме базовый компромисс сохраняется.

Мы пришли к выводу, что в целом обширный исторический опыт, охватывающий более 100 лет, показывает, что режимы плавающих валютных курсов допускали большую независимость процентных ставок, чем режимы валютной привязки, за исключением случаев, когда привязка курсов сочеталась с широким распространением механизмов контроля за капиталом, как это было в рамках Бреттонвудской системы. Проводимое нами в настоящее время исследование бурного межвоенного периода, когда классификация систем валютного курса была более сложной, а проблемы данных — более острыми, лишь подтверждает данный вывод. Этот комплекс исследований предоставляет весьма убедительное доказательство того, что рассматриваемая трилемма остается важным ограничением, определяющим возможности для разработки макроэкономической политики.

### Уроки для экономической политики

Несомненно, подчинение диктату трилеммы может быть связано с политическими издержками. Слишком уж часто политические соображения одерживали верх над экономическими, и опыт прошлого показывает, какие опасности могут при этом возникать. Разумеется, существует риск, что разработка экономической политики станет непоследовательной, рынки будут воспринимать намерения правительства как абсурдные, и в результате возникнет кризис. Этого постоянно опасаются страны с формирующимся рынком, в которых кризисы, как правило, являются гораздо более болезненными и продолжительными, чем в развитых странах. При этом финансовой системе часто наносится серьезный ущерб, а политico-экономические последствия, такие как неустойчивость положения правительства и потеря им репутации, обычно оказываются еще более тяжелыми. Хотя развитые страны, по-видимому, преодолели прошлые проблемы управления международным капиталом (сурвое испытание 1920-х и 1930-х годов), развивающиеся страны по-прежнему борются с ними. Так, кризисная ситуация 2001 года в Аргентине служит классическим примером постепенной потери независимости в денежно-кредитной политике (особенно в отношении бан-



ковской системы с раздробленными резервами, а также в связи с выпуском гарантированных государством квазиденежных инструментов через региональные и федеральное казначейство), ведущей к краху валютной привязки в условиях открытых рынков капитала. Валютный курс «уплыл» очень далеко, и подобие стабильности было восстановлено лишь после введения механизмов контроля за капиталом. Разработчикам политики следует помнить об ограничениях трилеммы; когда их игнорируют, как это было в случае нескольких недавних кризисов, ущерб может оказаться очень серьезным.

Означает ли данное наблюдение, что глобальный рынок капитала может принести пользу только странам с развитой экономикой? Это ставит вопрос о совершенно разных функциях рынка для богатых и бедных стран. Сто лет назад большая часть финансовых потоков происходила из богатых стран (особенно Великобритании) и направлялась в слаборазвитые регионы как в рамках Британской империи, так и за ее пределами. Эти потоки несли финансовые ресурсы на цели развития из регионов с избытком капитала в регионы с недостатком капитала и должны были способствовать долгосрочному экономическому росту. В наши дни в бедные регионы направляется весьма незначительный объем капитала. Большинство международных потоков представляет собой финансовую диверсификацию (валовые потоки из одной богатой страны в другую почти компенсируют друг друга) и предназначено в основном для снижения риска путем тщательного регулирования состава портфелей.

Современный глобальный рынок не обеспечивает достаточного капитала для оказания самым нуждающимся странам помощи в долгосрочном экономическом развитии (см. рис. 2). Но свидетельствует ли это о неэффективности рынка или правительства? Недавние исследования указывают на то, что многие бедные страны, в действительности, не очень далеки от своего долгосрочного «стационарного состояния» — то есть от долгосрочного равновесия, при котором рост капитала вооруженности и производительности труда выравнивается в зависимости от предпочтений страны в отношении сбережений и технологий производства. В большинстве моделей развитие страны в долгосрочной перспективе определяется производительностью и терпением, а не относитель-

ной доступностью внутреннего капитала по сравнению с иностранным. С точки зрения технологических детерминистов, если бедные на сегодняшний день страны действительно достигли стационарного состояния, это является не столько лестной характеристикой их внутреннего потенциала сбережения, сколько ужасающим свидетельством социальных, политических, институциональных, образовательных, технологических и экологических препятствий, стоящих на их пути к росту производительности.

Делает ли это бесполезной дискуссию о преимуществах мирового порядка с финансовой интеграцией? Предположим, что в развивающихся странах за дело берутся специалисты по производительности, и эти страны начинают наверстывать темпы роста. Где они в результате окажутся? Далеко от своего стационарного состояния. Интеграция рынков капитала мало полезна тем, кто, по несчастью, живет в дисфункциональной системе и, как следствие, в крайне бедной стране. Не следует представлять им интеграцию рынков как панацею, которой она не является. Но очевидно, что для тех стран, которые способны вступить на путь современного экономического роста, величина внешнего финансирования приобретает гораздо большее значение, поскольку им есть что финансировать. Наши теоретические модели развивают это интуитивное представление, а результаты эмпирических исследований подтверждают его. Данные показывают, что слабые в институциональном отношении страны мало выигрывают от финансовой открытости, тогда как страны, которые проводят серьезные реформы, имеют возможность извлечь из нее большие выгоды.

### Отголоски прошлого

Во многих отношениях в XIX веке было достаточно просто создать архитектуру международной финансовой системы для первой эпохи глобализации. До демократии в политике было еще далеко; мощное влияние ортодоксальных финансовых воззрений в сочетании с властью, возглавляемой элитой, ускоряло формирование глобального рынка капитала; такие институты, как золотой стандарт и расширение Империи, делали этот процесс еще более гладким.

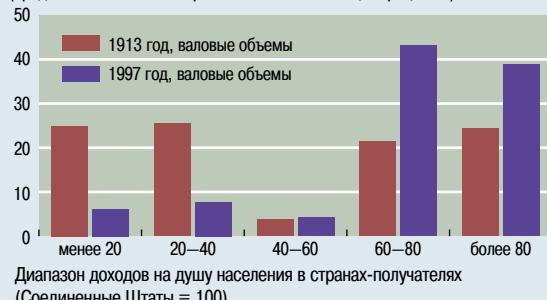
С межвоенного периода и до последних нескольких десятилетий глобальные рынки капитала почти исчезли из поля зрения. Однако они оказались более жизнеспособными, чем ожидали многие наблюдатели. И все же возобновление процессов глобализации не должно быть основанием для успокоенности в отношении того, что в очередной раз все обошлось. Отголоски прошлых кризисов и неудач политики все еще слышны, и всем странам следует позаботиться о том, чтобы извлечь уроки из прошлых ошибок и не повторять их. Когда правительства начнут осознавать, во всех смыслах, пределы независимости и пользу от интеграции, от этого выиграет весь мир. ■

Рисунок 2

### Кто получает выгоды?

В прошлом потоки иностранного капитала направлялись в бедные страны, однако в настоящее время основными получателями являются богатые страны.

(среднее отношение иностранного капитала к ВВП, в процентах)



Алан М. Тэйлор — профессор экономики и лауреат ректорской стипендии в Калифорнийском университете в Дейвисе, научный сотрудник Национального бюро экономических исследований и научный сотрудник Центра исследований экономической политики.

Настоящая статья основана на книге, написанной Тэйлором в соавторстве с Морисом Обстфельдом: *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (Cambridge: Cambridge University Press, 2004) («Глобальные рынки капитала: интеграция, кризис и экономический рост»).