



Международная экономика

Александр ШАРОВ

**ПРОЦЕСС ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ
И ЕГО ВЛИЯНИЕ
НА ПЛАТЕЖНЫЕ БАЛАНСЫ**

Резюме

Рассмотрено влияние, оказываемое финансовой глобализацией на возникновение и удержание внешних дисбалансов. В первую очередь, это касается к либерализации движения капитала. Обращено внимание на то, что внешние дисбалансы в таких условиях превратились в постоянное явление.

Ключевые слова

Глобализация, движение капитала, платежный баланс.

Классификация по JEL: F60, F65.

© Александр Шаров, 2013.

Шаров Александр, докт. экон. наук, профессор, Тернопольский национальный экономический университет, Украина.

Постановка проблемы. В последние годы глобализация приобрела такие размеры, что, кажется, уже нет ни единой сферы общественных отношений, которая не была бы охвачена этим процессом. Однако к одним из наиболее пораженных или охваченных (в зависимости от отношения к этому явлению) глобализацией отраслей общественно-экономической жизни относится, несомненно, финансовая система. И даже более того: высокие показатели интернационализации финансовых отношений рассматриваются не только в качестве результатов глобализации, но и как инструменты глобализационных процессов. Это значит, что финансовая система, финансовые отношения служат одновременно и объектами, и субъектами глобализации.

При этом под влиянием глобализационных процессов постоянным явлением становятся финансовые дисбалансы, формами проявлений которых являются:

- валютно-ценовые диспаритеты и платежные дисбалансы;
- внешняя задолженность и несбалансированная международная ликвидность;
- дисбалансы в мировых сбережениях и инвестициях;
- глобальные фискальные разрывы и т. д.¹

Все эти изменения находят свое отображение в платежном балансе, который является ключевым понятием и инструментом международной экономики, систематизирующей и позволяющей анализировать взаимоотношения страны с внешним миром. Практически на основе изучения платежного баланса можно понять актуальные макроэкономические проблемы не только с точки зрения внутреннего состояния страны, но и с точки зрения многочисленных связей страны с международной экономикой в целом, что предоставляет возможность комплексного анализа с учетом всех аспектов национальной экономической безопасности. Данные платежного баланса не только отображают развитие внешней торговли и ее влияние на уровень производства, занятости и потребления, но позволяют также отследить процессы привлечения иностранных инвестиций и осуществления инвестиций за границу, возникновение и обслуживание внешнего долга и т. д. Таким образом, в платежном балансе находит отражение вся совокупность международных экономических отношений любой страны с мировым сообществом.

¹ Кравчук Н. Дивергенція глобального розвитку. Сучасна парадигма формування геофінансового простору. – К. : Знання, 2012. – С. 302

Анализ основных исследований и публикаций. В экономической теории понятие «платежный баланс» впервые стало употребляться в середине XVII века, когда в 1767 г. Дж. Стюарт опубликовал работу «Исследования о принципах политической экономии». При этом в понятие платежного баланса вначале входило лишь сальдо внешней торговли и связанного с ним движения золота.

Первая официальная публикация платежного баланса была подготовлена в США в 1923 г. Министерством торговли. В этом балансе все операции были распределены на три группы: текущие, капитальные и операции с золотом и серебром. Большой вклад в развитие методологии составления платежного баланса внесла Лига Наций, которая в 1924 г. опубликовала платежный баланс ряда стран, положив начало международному сравнению его показателей. Кроме того, Лига Наций внесла вклад также в стандартизацию методологии составления платежного баланса, разработав его схему и рекомендацию по написанию.

В 1943 г. американский экономист Д. Лери составил платежный баланс США за 1919–1939 годы, и эта работа стала основой для составления платежного баланса США после Второй мировой войны. В 1947 г. ООН опубликовал схему платежного баланса, разработанную Лигой Наций. В дальнейшем разработку методологии составления платежного баланса продолжил Международный валютный фонд.

Проблемы платежного баланса тщательно изучали такие известные зарубежные ученые, как Абалкин Л., Борисов С., Бруно М. (Bruno M.), Вильямсон Дж. (Williamson J.), Дорнбуш Р. (Dornbush R.), Эйхенгрин Б. (Eichengreen B.), Кларида Р. (Clarida R.), Красавина Л., Кругман П. (Krugman P.), Макин А. (Makin A.), Мандел Р. (Mundell R.), Сакс Дж. (Sachs J.), Шенаев В., Уоскин М. и другие.

Отечественные специалисты (Гальчинская Т. А., Гальчинский А. С., Геец В. М., Луцишин З. О., Литвицкий В. О., Савченко О. В. и т. д.) преимущественно рассматривают отдельные аспекты, связанные с регулированием платежного баланса (прежде всего, платежного баланса Украины), а комплексному анализу проблем регулирования платежных балансов уделили внимание немногие отечественные специалисты (в частности, Ставицкий А. В., Хомяк В. Р., Черняк О. И., Шевчук В. О.).

Цель статьи – проанализировать развитие глобализационных процессов в современной мировой экономике и определить их влияние на возникновение и удержание внешних дисбалансов с тем, чтобы понять то значение, которое имеет явление постоянной разбалансированности внешних расчетов для современной экономической системы.

Основные результаты исследования. Современный этап глобализации характеризуется возникновением многополярного финансо-

вого мира: с финансовыми центрами, расположенными фактически на всех материках, активной деятельностью транснациональных корпораций и банков и огромными финансовыми потоками, не знающими ограничений ни во времени, ни в пространстве (в пределах нашей планеты, конечно). Анализ этих финансовых потоков свидетельствует, что **огромный дефицит платежного баланса Соединенных Штатов финансируется остальным миром** (страны ЕС поддерживают в этом процессе приблизительно «нулевой баланс»), в значительной степени за счет развивающихся стран: и тех, кто экспортирует нефть, и тех, кто действительно имеет быстро возрастающую рыночную экономику (emerging markets). Общие объемы долга США (так называемый public debt – то есть долговые обязательства государства в отношении держателя государственных облигаций за пределами государственных учреждений – как внутренних, так и внешних) превышает 16 трлн дол., или 74 % ВВП страны. Впрочем, по доле ВВП американский долг находился на конец 2012 года на 35 месте в мире, заметно уступая долгу Японии (219 % ВВП), Италии (126 %), Франции (89 %), Великобритании (88 %) и т. д.². Симптоматично, что среди крупнейших кредиторов Соединенных Штатов, помимо Японии, Швейцарии и некоторых других стран Западной Европы, ведущие места занимают Китай (1,2 трлн дол.*), страны ОПЕК (0,3 трлн дол.), Бразилия (0,3 трлн дол.) и другие страны с новообразованными рынками.

Однако при этом возрастают и прямые иностранные инвестиции в экономику этих стран. Причем кризис 1998 года практически никак не повлиял на объемы прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны, а кризис 2008–2009 гг., хотя и привел к заметному (10–15 %) уменьшению ПИИ, но все же оставил их на достаточно высоком уровне – приблизительно 500 млрд дол., после чего возрастающий тренд был возобновлен, и в 2011 году объем прямых иностранных инвестиций, полученных развивающимися странами, достиг новой рекордной отметки в 684 млрд дол.³ Следовательно, движение капитала стало также многополярным (многовекторным). То же самое мы можем видеть и в отношении движения товаров и услуг. Пока что лишь движение рабочей силы направлено, главным образом, на более развитые страны (США и ЕС).

Меры национального контроля за движением международного капитала являются попыткой защититься от рисков, связанных с колебаниями

² Супян В. Б. США в мировой экономике: перспективы сохранения лидерства // США–Канада: экономика, политика, культура. – 2013. – № 7. – С. 14.

* Вместе с Тайванем (более 0,2 трлн дол.) и Гонконгом (почти 0,2 трлн дол.) китайцы кредитуют американское правительство практически на уровне с главным его кредитором – ФРС (1,6 трлн дол. – на конец 2012 г.).

³ World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies. N.Y. and Geneva 2012., p. 3 // Режим доступа: электронный ресурс: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf.

международных потоков капитала. Контроль за капиталом приобретает особое значение в контексте режима фиксированного обменного курса. Поддержание такого режима может быть усложнено ситуацией с наличием неограниченных потоков капитала. Это одна из причин того, почему даже промышленно развитые страны достаточно долго удерживали режим контроля за движением средств по капитальному счету. В стране со слабой банковской системой разрешение на свободное инвестирование за границей может ускорить отток внутренних сбережений и поставить под угрозу жизнедеятельность банковской системы. Краткосрочный приток капитала можно быстро вернуть в обратном направлении в случае возникновения неблагоприятной экономической ситуации, таким образом усиливая негативный макроэкономический эффект. Некоторые развивающиеся страны используют систему контроля капитала, чтобы усилить его структуру в направлении роста доли более устойчивых форм, таких как ПИИ. Некоторые страны также использовали выборочный контроль движения капитала, чтобы способствовать переходу от кратко- к долгосрочному притоку. (В случае Чили путем введения косвенного налога на приток капитала желаемые изменения произошли менее чем за год).

С другой стороны, либерализация счетов операций с капиталом может обеспечить более эффективное глобальное распределение капитала, направляя его потоки из промышленно развитых стран в бедные экономики развивающихся стран, создавая условия для ускорения экономического роста, уменьшения безработицы и повышения уровня жизни в этих странах. Одновременно это обеспечивает более высокую прибыльность сбережений населения в промышленно развитых странах.

Свободный доступ к рынкам капитала также позволяет странам в определенной степени «застраховать» себя от экономических проблем, нейтрализуя волатильность размеров собственных национальных доходов.

В целом, готовность страны к либерализации контроля за движением капитала свидетельствует о ее готовности к проведению здоровой макроэкономической политики и адаптации к условиям современной глобальной экономики, которая предусматривает высокий уровень сотрудничества.

В определенной степени переход к либерализации движения средств по капитальным счетам сдерживается условиями так называемой трилеммы Тейлора-Обстфельда (или «Inconsistent Trinity»), утверждающей, что «выбранный макроэкономический режим может включать лишь два элемента «несовместимой троицы», а именно: 1) полную свободу трансграничного движения капитала, 2) фиксированный валютный курс и 3) независимую монетарную политику, ориентированную на достижение внутренних экономических целей. Если движение капитала запрещено, валютный курс может оторваться от влияний заграничных процентных ставок и, таким образом, обеспечить независимую монетарную политику. А плавающий валютный

курс согласовывает свободу движения международного капитала с эффективностью монетарной политики. Впрочем, монетарная политика бессильна обеспечить достижение внутриэкономических целей, если валютный курс фиксирован, а движение капитала свободно, поскольку в таких условиях интервенции на поддержку курса национальной валюты вызывают движение капитала в направлении, которое элиминирует действия монетарной политики»⁴.

По разным причинам многие страны отдавали предпочтение приоритетности монетарной политики (борьба с инфляцией) и контролю за валютным курсом (сопротивление девальвации, а в некоторых случаях – чрезмерной ревальвации курса собственной валюты). Впрочем, постепенное ослабление инфляционной угрозы и признание нормальности «свободного плавания» валют, а также возможности для отмены контроля за движением капитала значительно расширились.

Кроме того, после получения либерализацией международной торговли статуса экономического «мейнстрима» **МВФ переключился на поддержку политики либерализации контроля за движением капитала**. В частности, на ежегодном заседании в сентябре 1997 года в Гонконге Совет управляющих Фонда утвердил план действий, согласно которому именно либерализация движения капитала должна была стать основной целью МВФ.

Следовательно, в последние десятилетия наблюдается **тенденция к постепенной либерализации движения капиталов как внутри стран, так и в международных отношениях**. Эта тенденция была особенно заметна в европейских странах с новообразованными рынками. Впрочем, это характерно и для таких системно значимых стран, как Индия и Китай. Переход к либерализации отображает признание со стороны многих стран преимуществ, несущих потоки международного капитала (при наличии соответствующих условий по их применению). Вполне логично, что международное движение капитала играет все большую роль в вопросах регулирования платежных балансов.

В частности, контроль за движением капитала, введенный в России после кризиса 1998 года, оказался недостаточно эффективным средством влияния. Поэтому в 2004–2006 годах произошла повторная либерализация, но высокие цены на нефть и проциклическая политика привели к чрезмерному притоку капитала и перегреву экономики, следствием чего стала «внезапная остановка»^{*} в течение 2008–2009 гг.

⁴ Obstfeld M., Taylor A. M. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run .NBER Working Paper Series, Working Paper 5960 – NBER, Cambridge, March 1997, p. 2. – Режим доступа: http://www.nber.org/papers/w5960.pdf?new_window=1.

^{*} Термин «внезапная остановка» («sudden stop») происходит от высказывания известного американского экономиста Р. Дорнбуша (использованного им в нескольких

Таблица 1

**Страны, осуществившие либерализацию движения капитала
в 1995–2010 годах**

Страны							
Азербай- джан	Ботсвана	Гана	Иордания	Маври- тания	Румыния	Сенегал	Венгрия
Алжир	Бурунди	Гондурас	Кабо Вер- де	Мальта	Самоа	Сент- Килс и	Чили
Афгани- стан	Армения	Доминика	Камбоджа	Нигерия	Сан-Томе и Прин- сипи	Невил	
Болгария	Гайана	Израиль	Кипр	Папуа- Новая	Свази- ленд	Словакия	
Босния	Гаити	Ирак	Корея (Юж)	Гвинея	Сейшели	Словения	
				Россия		Уганда	

Источник: Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Background Paper, March 16, 2012, p. 9.

В этот раз, в отличие от 1998 года, либеральный режим на движение капитала был сохранен и власть не прибегала к контролю за движением капитала. Вместо этого Центральный банк РФ использовал значительную часть своих официальных резервов в качестве буфера, для того чтобы сгладить депрециацию рубля и предоставить частному сектору определенное время для избежания и покрытия валютных рисков. Однако, в то время как интервенция центрального банка на валютном рынке способствовала снижению влияния кризиса, финансовый сектор, как и раньше, был обременен большим объемом безнадежных займов.

В то же время, **возрастающие экономики с высоким уровнем финансовой открытости больше пострадали во время последнего кризиса**, особенно в случаях, когда эта открытость касалась межбанковских (по-

коллективных статьяx по поводу мирового долгового кризиса): «Убивает не скорость, а внезапная остановка» («It is not speed that kills, it is the sudden stop»). «Внезапной остановкой» внешнего финансирования (инвестирования или кредитования) считается одновременное снижение притока капитала в размере, по крайней мере, двойного «стандартного отклонения» (Standard Deviation), которое в статистике определяется путем разброса полученных значений наблюдаемых величин вблизи их среднего арифметического значения, исчисляемого как корень квадратный из отклонений значений выборки. «Внезапные остановки» обычно сопровождаются резким снижением объемов производства, частных расходов и кредитования частного сектора, а также депрециацией реального обменного курса. Причинами такого явления могут быть обусловленные глобальными потрясениями все более обременительные процентные ставки по долгу стран с великой задолженностью (т. наз. «долговая нетерпимость» – «debt intolerance») или действия спекулянтов в ожидании изменений фиксированного валютного курса.

среднических) потоков капитала, которые, главным образом, обуславливались потребностями хеджирования валютных рисков их корпоративных клиентов. А это, по мнению экспертов МВФ, способствует росту уязвимости экономики страны⁵. Этим фактом, в частности, объясняется введение контроля за движением капитала в Исландии. Центральный банк Исландии ввел фактическое лимитирование капитальных операций еще на первом этапе кризиса 2007–2008 годов, чем, по сути, положил конец 15-летней политике либерализации. А в ноябре 2008 (после коллапса трех крупнейших коммерческих банков) валютный контроль был возобновлен официально, что, в результате, позволило стабилизировать курс исландской кроны и предотвратить опустошение валютных резервов государства. В июле 2013 года правительство страны заявило о намерениях отменить валютный контроль.

Характерно, что рынки достаточно отрицательно воспринимают любое возобновление ранее упраздненных ограничений, а **эффективность возобновленных ограничений значительно уменьшается**. Такая реакция заметно повышает ответственность при принятии решений по либерализации контроля за движением капитала.

В целом, *потоки капитала в современных условиях носят структурный характер, то есть для стран – активных участниц рынка характерны как экспорт, так и импорт капитала*, в зависимости от потребностей и возможностей отдельных отраслей, разных периодов и геополитических направлений.

Что касается ПИИ, то их объем в развивающиеся страны достиг 3 % ВВП последних и направляется, главным образом, к тем из них, в которых отмечается экономический рост, увеличение корпоративной прибыли и улучшение инвестиционного климата. Опять-таки, указанные явления являются как следствиями притока инвестиций, так и факторами, способствующими их привлечению. Это значит, что, в определенном смысле, прямые иностранные инвестиции самовоспроизводят условия своего развития в отдельных экономиках. Поняв это, все больше стран с развивающимися рынками привлекаются к мировому движению капиталов: если в конце 1990-х годов на 10 крупнейших бенефициаров среди таких стран приходилось 75 % ПИИ, то в 2005 году – уже 65 %. Приблизительно на том же уровне это соотношение остается и сейчас. Однако, если из расчета изъять Китай (вкл. Гонконг и Макао), то доля 10 наибольших бенефициаров уменьшится до 54 %⁶, что свидетельствует о достаточно высоком уровне диверсификации поступления прямых иностранных инвестиций.

⁵ Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Background Paper, March 16, 2012, p. 16.

⁶ Ibid., p. 172.

Усилилась и тенденция к росту объемов движения капиталов в пределах самой группы развивающихся стран («Юг-Юг»): если в 1995 году они составляли 15 млрд дол., то в 2005 – уже 50 млрд дол., а в 2011 году в целом достигли почти 120 млрд дол. Согласно экспертным оценкам, приблизительно 60 % всех инвестиций, происходящих из стран с новообразованными рынками, направляются на рынки других развивающихся стран. Причем в своем большинстве эти так называемые «greenfields investment», то есть инвестиции, используемые для создания новых компаний и производств, в отличие от инвестиционных операций по приобретению и поглощению уже существующих компаний (M&A), более свойственны инвестициям в отношении развитых стран⁷. Крупными инвесторами среди таких стран стали Российская Федерация и Венгрия (инвестиции, главным образом, в страны Восточной Европы и Средней Азии), Китай (в Латинскую Америку) и Южно-Африканская Республика (в Африку). Обращает на себя внимание и то, что эти страны-инвесторы находятся одновременно и в перечне 10 стран, на которые приходится почти 70 % поступлений из рынка международных облигаций. Таким образом, они создают определенную транзитную или «буферную» зону, принимая на себя риски наименее развитых (в рыночном смысле) стран, продолжая традицию развития *субимпериализма* и позиционируя себя в качестве «первой волны» претендентов на присоединение к т. наз. «золотому миллиарду»^{*}. Однако, поскольку в процессе своего развития глобализация на определенном этапе неминуемо достигает состояния Парето-эффективности, то нельзя утверждать, что изменения не ухудшают экономической ситуации отдельных стран («*изгоев глобализации*»), пытающихся противостоять объективным процессам, вместо того чтобы воспользоваться глобальными тенденциями для реструктуризации и повышения эффективности собственной экономики.

Причины двух последних мировых экономических кризисов и развитие событий на мировом рынке свидетельствуют о том, что в новой глобализованной экономической системе главную роль играет уже не производство, а финансовый сектор, а причинами кризисов становится перепроизводство не товаров, а денег. «Современная экономика сделала огромный шаг в сторону того, что экономисты в прошлом называли «фиктивным капиталом», а теперь – «финансовыми пузырьками»⁸. (В связи с чем достаточно распро-

⁷ Lall. R. World Bank: South-South investment boom // Financial Times, Jan 13, 2011 – URL: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2011/01/13/world-bank-south-south-investment-boom/?#axzz2gB53hIX9>.

^{*}Поскольку этот термин принадлежит российским политтехнологам и не имеет широкого применения в международном экономическом дискурсе, следует объяснить, что под «золотым миллиардом» имеется в виду население промышленно-развитых стран без учета его социальной структуры, а также наличия значительных групп с высоким уровнем доходов в странах с новосозданными рынками и, таким образом, данный термин имеет более идеологическое, нежели экономическое значение.

⁸ Кравчук Н. Цит. работа. – С. 423.

страненной стала мысль о появлении «глобального финансизма»). Разбалансирование модели глобальной экономики нашло проявление в высокодефицитных внешнеторговых балансах развитых стран и, соответственно, высоком профиците (суфиците) текущего счета в развивающихся странах. Экономический кризис последних лет, в значительной степени, вызван проблемами, которые исходят из финансового сектора и укоренения в диспропорции, вызванной гипертрофированной ролью этого сегмента экономики в развитых странах. В связи с этим на определенном этапе развития технологического уклада наблюдается избыточное накопление капитала: накопленный денежный капитал не может быть инвестирован в расширение производства и торговли, не приводя к последующему падению нормы прибыльности. Вследствие этого происходит значительное разрастание фондовых рынков и объемов операций с производными финансовыми инструментами спекулятивного характера, которые порождают быстрое, хаотичное перемещение «горячих денег». Мировой избыточный капитал из торгово-производственной сферы перетекает в финансовую и, соответственно, из развивающихся (и требующих дополнительного капитала для развития реального сектора экономики) стран – в промышленно развитые страны. В новой глобализованной экономической системе главную роль начинает играть уже не производство, а финансовый сектор. И, соответственно, «кризис сверхфинансирования» пришел на место «кризиса сверхпроизводства»⁹.

Одной из новаций современного этапа развития глобальной экономики можно признать так называемую «фискальную девальвацию», при которой улучшение сальдо платежного баланса достигается сокращением дефицита бюджета. Следовательно, по сути, без осуществления девальвации имитируются ее последствия, которые уже и влияют непосредственно на внешние потоки.

Впервые идею фискальной девальвации выдвинул еще в 1931 году Дж. М. Кейнс, хотя с тех пор она практически не использовалась. Современную «моду» на это средство ввела в 2007 году Германия: когда многие страны в порядке борьбы с фискальным кризисом начали снижать НДС, Германия, наоборот, повысила его (на 3 п. п.), в то же время снизив налог на заработную плату (на 2.3 п. п.). Это значит, «суть фискальной реформы заключается в том, чтобы поднять ставки НДС и одновременно снизить размер социальных вкладов»¹⁰.

Существуют две разновидности фискальной девальвации – ценовая и зарплатная.

⁹ Более подробно см.: Шаров О. М. Криза парадигми світової економічної системи (грошово-валютні аспекти) // Економічний часопис-XXI. – 2013. – № 1–2 (1). – С. 49–52.

¹⁰ Іцхокі О., Гопінах Г., Фаргі Е. Фіскальна девальвація як метод оздоровлення національної економіки // Фінансовий ринок України. – 2013. – № 36. – С. 3.

Сокращение дефицита бюджета трансформируется в соответствующее улучшение сальдо текущего счета как непосредственно – путем сокращения внутренней абсорбции, так и опосредованно – с помощью ценового фактора: снижение уровня цен удешевляет экспорт и облегчает конкуренцию с импортом, что способствует улучшению сальдо текущего счета. Механизм улучшения сальдо текущего счета с помощью заработной платы заключается в том, что уменьшение занятости в государственном секторе ведет к увеличению предложения рабочей силы на рынке труда, а это обуславливает общее снижение заработной платы. Соответственно, удешевление производимой продукции, прежде всего, в трудоемких производствах, ведет к увеличению объемов экспорта и замещению импорта¹¹.

В 2008–2009 гг. примером успешной фискальной девальвации стали Эстония, Латвия, Литва и Болгария, где удалось сохранить фиксированный обменный курс. На девальвации лата настаивали эксперты МВФ, с которыми обсуждались вопросы предоставления Латвии кредитной помощи. Впрочем, Латвия решила воспользоваться примером Исландии, которая после перехода к «плаванию» своей денежной единицы смогла в течение полугода остановить спад производства, оживить торговлю и стабилизировать уровень безработицы. Однако латвийское правительство выбрало поддержку стабильности денежной единицы. Девальвация лата не только откладывала желаемую перспективу присоединения к еврозоне, но и обесценивала сбережения латвийцев, что казалось гораздо большей потерей, чем трудности фискальной консолидации. Дополнительно отказ от фиксированного обменного курса мог создать своеобразный региональный «эффект домино» и привести к резкому снижению курса валют других стран Центральной и Восточной Европы (Литвы, Эстонии и Болгарии), которые также «привязаны» к евро, общей валютной нестабильности в ЕС и ухудшению ситуации в банковской системе европейского континента¹².

К фискальной девальвации вынуждены обратиться также страны зоны функционирования евро, столкнувшиеся с ситуацией «внутреннего кризиса платежного баланса» – то есть внешнеэкономических дисбалансов в условиях формально единого рынка и валюты. «Введение единой валюты с делегированием функций национальных [центральных] банков в Европейский центральный банк привело к установлению фактически режима фиксированного обменного курса. Поскольку центральные банки стран «зоны евро» утратили возможность проведения собственной монетарной политики, и, соответственно, осуществлять валютные интервенции, то фиксация обменных курсов между этими странами обеспечена неограниченными кредитами через платежную он-лайн систему «Таргет-2» (TARGET – Trans-

¹¹ Шевчук В. О. Цит. работа. – С. 7.

¹² Шевчук В. О. Використання інструментів фіскальної політики для підтримання рівноваги платіжного балансу в «залежній» економіці // Збірник наукових праць. – Серія економічна, випуск 37. – Львівська комерційна академія, 2011. – С. 8.

European Automated Real-time Gross settlements Express Transfer) путем изменения в объеме чистых обязательств национального центрального банка в отношении остальных евро системы. В то же время, как отмечают эксперты, «постоянные попытки решить проблему накопленных дисбалансов за счет фискальных мероприятий пока что не дали желаемого результата»¹³.

Принципиальную роль продолжает играть коренная модернизация мировой денежной системы, которая произошла в течение прошлого века в форме демонетизации золота. Это существенно изменило порядок деятельности центральных банков в монетарной сфере: теперь эмиссионные банки создают национальные деньги на базе долларов, поступающих к ним в порядке уплаты дефицита платежного баланса США, и направляют эти деньги держателям обязательств со стороны американских контрагентов, одновременно реинвестируя большинство полученных долларов на американском финансовом рынке. Таким же образом, как отметил в свое время известный французский ученый проф. Ж. Рюэф, «Соединенные Штаты не должны были больше производить расчеты в отношении этой части своего платежного дефицита с другими странами. Все происходило в плоскости сугубо финансовой, словно дефицита вовсе не существовало. Золотовалютный стандарт осуществил таким образом революционную перемену в мировых финансах и породил тайну дефицита без слез. Этот механизм позволил странам, эмитировавшим валюту с международным престижем, давать не забывая, кредитовать не одалживая, приобретать не оплачивая»¹⁴.

Переход к золотовалютному стандарту привел к трем принципиальным следствиям:

- во-первых, дефицит платежного баланса перестал влиять на совокупную покупательскую способность (что автоматически происходило в условиях золотого стандарта вследствие физического переведения за границу денежного товара – золота);
- во-вторых, в рамках такой системы каждый платежный дефицит страны, которая эмитирует «расчетную валюту», ведет к удвоению мировой базы кредитования; а таким образом, когда капитал возвращается в страны, из которых поступил (в порядке расчетов по сальдо платежного баланса), существует вероятность возникновения кредитного бума в «дефицитных» странах без возникновения рецессии в «профицитных» странах;
- в-третьих, новая система ведет к ошибочной природе кредитной структуры, происходящей вследствие «удвоения заставных тре-

¹³ Николайчук С., Хомяк В. Цит. работа. – С. 28.

¹⁴ Rueff J. The Monetary Sin of the West-N.Y., N.Y: Macmillan Company. – 1972. – P. 23.

бований (double mortgage) на большинство золотых запасов страны-эмитента резервной валюты¹⁵.

Постепенно Кингстонская валютная система начала обогащаться новыми характерными отличиями. Кроме изменения природы курсообразования, существенным отличием от Бреттон-Вудской системы становится либерализация движения капиталов. Торговля в качестве двигателя развития уже давно уступила таким областям экономики, как услуги, «экономика знания», инвестиции. И после того как валютные курсы оторвались от «золотого якоря», они оторвались и от «товарного»: обменный курс валют больше не формируется во внешней торговле. Отклонение курса от паритета покупательной способности (ППС) стало настолько значительным и долгосрочным, что уже нельзя говорить о ППС как об основе валютно-курсовых соотношений. Увеличение в последней четверти прошлого века объемов мирового валютного рынка на 1–2 порядка (до почти 3,5 трлн долларов в день) свело долю транзакций, направленных на обслуживание товарных соглашений, всего к 2%. В условиях глобализации финансовых рынков формирование валютных курсов и валютных потоков начинает подчиняться другим правилам, обусловленным задачами оптимизации сохранения и роста размера накопленного капитала. Именно поэтому наблюдается синтез рынков денег, кредитов и инвестиций, которые тесно переплетаются. Причем не только функционально, но и институционально.

К секторальным, функциональным и институциональным добавились еще и *технологические изменения* в мировой валютной системе. Взаимозависимость валютных рынков значительно повысилась с развитием средств коммуникации и обработки информации. Возникновение общенациональных платежных систем, функционирующих в режиме реального времени (*Real Time Gross Settlement – RTGS*), а позже – их соединение, по сути, в международные финансовые сети (такие как ЕС-овская система TARGET) – также серьезно отразилось на функционировании мировой валютной системы. Ведь теперь правила валютного регулирования и контроля должны учитывать возможное влияние операций не только на национальную экономику. Соответственно, следует учитывать и влияние операций, происходящих на географически отдаленных рынках. Собственно, эту зависимость и продемонстрировал кризис 1997–1998 гг., который быстрее «птичьего гриппа» распространился из Южно-Восточной Европы в Латинскую Америку и Россию.

Наконец, современная система существует в **принципиально иных политических условиях**, обусловленных крахом коммунистической системы, созданием и позиционированием новых государств, обострением конкуренции США и Европы.

В 1960-е годы основой мировой экономики были Соединенные Штаты, а периферией – Европа и Япония, а многие развивающиеся страны вообще

¹⁵ Ibid., pp. 24–28.

еще не были полностью интегрированы в международную экономическую систему. В определенной степени это относилось также к странам с административной (социалистической) экономикой. Экономика Соединенных Штатов Америки и сейчас сохраняет роль «ядра», которое продолжает развиваться не по общим правилам, а используя свое особое место в мировой экономической системе. Впрочем, дальнейшее развитие и распространение глобализации привело к появлению новой периферии в виде новообразованных рынков ряда стран Азии и Латинской Америки. Таким образом, современная «периферия» более многочисленная и гетерогенная. В частности, даже в 1960-е годы Западная Европа находилась на более высоком уровне координации своих действий и общеэкономической интеграции, чем азиатские страны сегодня, что непосредственно влияет на их способность «коллективного ответа» на вызовы, инициированные «ядром» глобальной экономики. Что касается других промышленно развитых стран (скажем, стран-членов ОЭСР) и, прежде всего, стран Европейского Союза, то они создают своего рода «оболочку ядра» с «внутренней» и «внешней мембранами» (соответственно, «старые» и «новые» члены Союза) или, как называет их Б. Эйхенгрин, «третьего блока», не имеющего ни возможностей для догоняющего развития (как новообразованные рынки), ни привилегий страны с резервной валютой*. Ведь Соединенные Штаты могут продолжать наращивание дефицита текущего счета платежного баланса, потому что новообразованные рынки Азии и Латинской Америки счастливы накапливать доллары. Не существует ни одной причины для падения доллара в будущем, пока нет необходимости урегулировать платежный баланс»¹⁶. В то же время, именно страны ЕС существенно изменили ситуацию в валютно-финансовых отношениях, создав коллективную валюту евро, которая может рассматриваться (хотя и с определенными предостережениями) как реальная альтернатива доллару в будущем. В значительной степени это будет зависеть от готовности центральных банков продолжать удерживать значительную часть своих валютных резервов в американской валюте. И если полвека назад (в годы появления «дилеммы Трифина») такая готовность в определенной степени обуславливалась хотя бы формальным обязательством конвертации доллара в золото и поддержкой официальной цены «желтого металла», то сейчас перспективы поддержки «внешней стоимости» доллара обуславливаются лишь политическими интересами, что делает всю международную валютную систему менее прогнозируемой и устойчивой. Общую ситуацию обостряет либерализация

* Что касается бывшего «второго мира» – то есть постсоциалистических стран, то они распределились между периферией (Вьетнам, Армения, Киргизия, Таджикистан, Узбекистан и т. д.) и «оболочкой ядра» (страны-члены и кандидаты в члены ЕС), а часть из них (Китай, Россия, Украина и т. д.) стала своего рода «рыбосомой» (если уже продолжать эту «клеточную аллегорию»), находясь в тесном контакте как с ядром, так и с «цитоплазмой» (периферией).

¹⁶ Eichengreen B. Global Imbalances and the Lesson of Bretton Woods // National Bureau of Economic research, Cambridge, May 2004, Working Paper 10497, p. 2.

контроля за движением международного капитала, которая усложняет (или, даже, делает невозможным) отслеживание и влияние на частные трансферы капитала, существенно влияющие на валютные курсы (в т. ч. спекулятивные атаки). В последнее время, правда, центральные банки и другие органы финансового контроля пытаются немного исправить сложившуюся ситуацию (в частности, путем налаживания контроля за сомнительными операциями или движением капитала через офшорные юрисдикции), но это требует чрезвычайных усилий и средств. С другой стороны, либерализация внутреннего движения капиталов также заметно изменила экономические условия: теперь удержание низкого валютного курса и высоких процентных ставок еще не гарантирует притока инвестиций именно в сектор производства экспортной продукции (*traded goods*). Реальной альтернативой становится приток капитала, скажем, в сектор недвижимости, что может привести к спекулятивному росту цен и возникновению «финансового пузыря».

В то же время обращает на себя внимание то, что в течение многих лет (по крайней мере, полвека после возникновения «дилеммы Трифина») **реальная ситуация развивается по какому-то иному сценарию** (нежели можно было бы ожидать – и ожидалось! – исходя из классических представлений). Попытки объяснить эти расхождения привели к появлению трех моделей, получивших название «новая экономика», «темная материя» и «опытный инвестор»¹⁷.

Объяснение с точки зрения **новой экономики** (*new economy view*) заключается в том, что стандартный анализ недооценивает реальные аппетиты иностранных инвесторов в отношении аккумуляции финансовых обязательств США. Быстрый рост производительности труда и высокая корпоративная рентабельность в США делают инвестиции в экономику этой страны привлекательными и впредь (что может сделать допустимым дефицит текущего счета даже в 7 % ВВП). При этом понятно, что иностранные инвесторы будут удерживать заметную долю американских активов, что может создать определенный дискомфорт для правительства и предпринимательских кругов. Еще одной проблемой такого подхода является тот факт, что производительность труда в Китае (который является наибольшим единичным источником финансирования текущего счета дефицита) растет даже быстрее, следовательно, по логике такой точки зрения, инвестиции могут достаточно быстро приостановиться и изменить свое направление. Кроме того, на самом деле чистое (нетто) финансирование американского дефицита обеспечивается реально не столько частными инвесторами, сколько центральными банками (что говорит больше о политических, нежели об экономических причинах подобного поведения). Наконец, эта интерпретация предполагает, что норма прибыли на иностранные инвестиции в Соединенных Штатах должна быть выше, по сравнению с амери-

¹⁷ См.: Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis // University of California, Berkeley, March 2006. – Pp. 15.

канскими инвестициями за границей (что не соответствует действительности). В таком случае логику «новой экономической теории» может спасти только надежда иностранных инвесторов на постепенное подорожание их американских активов. Впрочем, такая перспектива выглядит довольно сомнительной.

При этом некоторые экономисты¹⁸ подвергают сомнению сам факт накопления Соединенными Штатами значительных долгов, поскольку чистое (нетто) поступление дохода от инвестиций остается положительным. Обращает на себя внимание то, что американский экспорт, по крайней мере, по трем позициям остается недооцененным (или неоцененным вообще). Это касается услуг по предоставлению международной ликвидности (сеньйораж), неформализованных страховых услуг (страхование капитала) и услуг по распространению знаний (knowledge service), к которым относятся, прежде всего, организационные знания и признанные бренды. Эти экспортные позиции де-факто возникают в процессе использования нерезидентами трех финансовых инструментов, соответственно: американской валюты, американских казначейских обязательств и прямых иностранных инвестиций американских корпораций. Таким образом, «темная материя» (*dark matter*), незаметная для статистики, уравнивает финансовые потоки. Следовательно, условно можно считать, что неосуществленные платежи нерезидентов за получение указанных услуг приблизительно равны дефициту текущего счета или, во всяком случае, заметно уменьшают этот дефицит до размера, наличие которого полностью согласовано со стандартным подходом к анализу состояния платежного баланса.

Правда, некоторые эксперты¹⁹ считают, что именно наличие «темной материи» вынуждает иностранных инвесторов вкладывать капиталы в американские активы, рассчитывая на рост дохода от этих инвестиций в будущем (вследствие наличия таких «скрытых» преимуществ), а следовательно, это якобы подтверждает модель «новой экономики». Однако это же ставит под сомнение фундаментальность модели «темной материи», ведь будущий (ожидаемый) рост уровня доходов от американских активов, по сути, будет означать уравнивание финансовых потоков и «исчезновение» «темной материи»*.

Снять это противоречие пытается третья альтернативная модель, объясняющая, что США могут обслуживать великий внешний долг без серьезного дискомфорта до тех пор, пока внешние активы США обеспечивают значительно более высокую прибыльность, чем американские внешние обязательства, просто потому, что американские инвесторы – более сообразительные или **опытные инвесторы** (*savvy investors*), по сравнению с их иностранными

¹⁸ См.: Hausmann Ricardo, Sturzenegger F. Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear // Financial Times, December 8, 2005. – P. A15.

¹⁹ Eichengreen B. Op. cit. – P. 6.

* Следует отметить, что некоторые известные экономисты отрицают наличие «темной материи» уже сейчас. В частности, см.: Buitter W. Dark Matter or Cold Fusion? – Global Economics Paper no. 136, London: Goldman Sachs (Jan. 16, 2006).

конкурентами. В частности, Дж. Китчен (J. Kitchen) указывает на то, что (абстрагируясь от кризисных и предкризисных лет) разница в прибыльности указанных видов инвестиций составляет более чем 5%²⁰. По мнению Б. Эйхенгрин, эта модель вступает в противоречие с «новым экономическим» подходом, базирующемся на предположении того, что инвестиции в американские долговые инструменты приносят иностранным инвесторам высший доход, по сравнению с инвестициями в собственную экономику. Между тем, на самом деле, такого противоречия может и не существовать, поскольку более высокий доход иностранных инвесторов от вложений в США никак не означает того, что доход американских инвесторов не может быть еще выше.

Таким образом, все вышеупомянутые модели позволяют прийти к выводу в отношении отсутствия необходимости урегулирования существующих глобальных дисбалансов. Вполне возможно, что на самом деле одновременно действуют (в разной степени и разных иностранных инвесторов) факторы, на которые акцентируют внимание как в модели «новой экономики», так и в модели «темной материи»^{**}. Несколько больше сомнений возникает относительно модели «опытного инвестора», поскольку сама концепция базируется на статистических данных, исключающих кризисные и предкризисные годы, которые в современных условиях становятся никоим образом не исключением, которое можно было бы не принимать во внимание.

Указанное выше позволяет нам сделать вывод, что в современных условиях внешние дисбалансы (то есть, ситуация, при которой одна группа стран имеет устойчивый профицит, а другая – устойчивый дефицит платежных балансов) не вызывают ни необходимости их немедленной ликвидации, ни разрушительных финансовых кризисов, поскольку по своей сути являются отражением финансовых потоков, характерных для современной модели глобальной экономики, в рамках которой США обеспечивают мировую экономику необходимой ликвидностью, а группа стран с высокими экспортными доходами (прежде всего, Китай) – обеспечивают внутренние сбережения, необходимые для финансирования глобальных инвестиций. Таким образом, **платежные балансы постепенно перестают играть ту роль, которую они выполняли в условиях разъединенных, суверенных рынков.**

Статья поступила в редакцию 5 ноября 2013 г.

²⁰ Цит. по: Eichengreen B. Op.cit. – P. 11.

^{**} Хотя, например, Б. Эйхенгрин считает, что нельзя одновременно скептически оценивать необходимость урегулирования платежных балансов, опираясь на обе модели.