

Надя Ф. Піфаретті (Швейцарія)

## Реорганізація міжнародної валютної системи: уроки з Плану Кейнса

Оскільки ми є свідками глибокої кризи у світовій економіці і стає очевидним, що так звана “відновлена Бреттонвудська валютна система” може бути нічим іншим, як тимчасовим, ненадійним фінансуванням структурного дисбалансу США, викликаного світовим значенням долара, що підсилює загальну незахищеність світової фінансової системи, слід переглянути вихідні положення Бреттонвудської конференції і відзначити важливість для сьогоденної структури оригінального плану Кейнса 1942 року. У цій статті ми досліджуємо головні особливості плану Кейнса, переглядаючи його оригінальні записи між 1940 та 1944 роками, а також підкреслюємо його значення для сьогоденних дебатів з приводу міжнародної валютної системи. Ми переконані, що реформи міжнародної фінансової архітектури мають врахувати стабілізацію міжнародної валютної системи на стійкій інституційній основі.

**Ключові слова:** міжнародна валютна система, Бреттонвудські заклади, План Кейнса, міжнародна валюта, світові дисбаланси.

### Вступ

У 1940 році, коли Друга світова війна продовжувала спустошувати Європу, економісти обох таборів працювали над розробкою засад нового валютного та фінансового порядку, що підтримав би післявоєнний стан. Для нацистської Німеччини, яка все ще сподівалася на перемогу, застави мали забезпечити заміну стерлінгової зони, яку вони так хотіли анулювати. Для країн Антанти застави використовувались для протидії німецькій пропаганді, а також при підготовці до перебудови на стійкій основі нового порядку післявоєнного світу, що здатний підтримати відновлені інтенсивні потоки міжнародної торгівлі. Лорд Кейнс був серед тих економістів, які використовували свій неперевершений розум для організації протидії німецькому плану Функа-Шахта (1940-1942), так званого “Нового німецького порядку”, та зрештою у 1943-1944 рр. для розробки засад післявоєнного порядку, що привело до створення Бреттонвудських закладів у 1944 році. Після міжвоєнного періоду, що характеризувався зменшенням панування стерлінгу та збільшенням панування долара<sup>1</sup> США, Кейнс сформулював післявоєнний порядок як мультиполярну міжнародну валютну систему, зосереджену навколо міжнародного “клірингового об’єднання”. Коли це відбулося, новий світовий валютний порядок закінчився, зосереджуючись на встановленні американського долара як єдиної валюти – підтриманої американським поточним банківським рахунком –

у режимі фіксованих валютних курсів з долларом, що прив’язаний до золота на \$35 за унцію. Система була відмінена у 1971 році. Оскільки ми є свідками глибоких змін у світовій економіці та підйому мультиполярної інтегрованої світової економіки і стає зрозумілим, що так звана “відновлена Бреттонвудська валютна система” (або БВ2), як описано у впливовій статті Долей, Фолкергс-Ландау і Гарбер (2003) може бути нічим іншим, як тимчасовим ненадійним фінансуванням структурного дисбалансу, що вплинув на загальну незахищеність світової фінансової системи, слід переглянути вихідні положення Бреттонвудської конференції і відзначити важливість для сьогоденної структури оригінального плану Кейнса 1942 року для міжнародного клірингового об’єднання. У статті ми досліджуємо головні особливості оригінального плану Кейнса, переглядаючи його оригінальні записи між 1940 та 1944 роками, а також підкреслюємо його значення для сучасних дебатів з приводу міжнародної валютної системи, наголошуючи на тому, що реформи фінансової архітектури мають включати реорганізацію міжнародної валютної системи.

У першому розділі описуються походження Плану Кейнса та “постійна проблема” міжнародних дисбалансів, що спричинили шкоду довоєнній ері глобалізації. Розділ 2 містить короткий опис ключових елементів Плану Кейнса та розробку міжнародного клірингового об’єднання.

Розділ 3 присвячений важливості сьогоденних дебатів з приводу міжнародної валютної системи. Він містить три причини, що підтверджують необхідність реконструкції міжнародної валютної системи:

© Надя Ф. Піфаретті, 2009.

Це особисті думки автора, які не обов’язково мають відношення до Світового банку чи будь-яких філій.

<sup>1</sup> У своєму останньому дослідженні Ейхенгрін і Фландау (2008) відзначають, що домінування американського долара розпочалося в середині 1920-х, що означало спад впливу стерлінгу.

1. Світові дисбаланси стали характерною рисою глобалізації, збільшуючи ризик драматичного розвитку дисбалансів. Світова роль долара стала базовою умовою розвитку світових дисбалансів, які накопичилися між 2001 та 2007 роками, та фінансової кризи 2007-2008 рр. з подальшим впливом на Європу та ринки, що розвиваються.
2. Структурна незахищеність та недоліки міжбанківських ринків призводять до переоцінки діяльності центральних банків. У той час, коли центральні банки входять у свою нову роль, міжнародна система залишена напризволяще.
3. Дебати стосовно нинішнього "регулювання" проти "вільної конкуренції" мають охоплювати більш центральне питання: "балансова надійність" проти "балансової ненадійності" інституційних механізмів з наголосом на міжнародному обміні у глобалізованому світі.

У розділі 4 розглянуто поточні проблеми у світовій економіці, а в останній частині запропоновано висновки.

### 1. "Одвічна міжнародна проблема" балансу платіжних дисбалансів

Пропозиція Кейнса щодо встановлення Нового Порядку виявилася не потрібною для урегулювання післявоєнних відносин. Кейнс говорив, що використання грошей у міжнародній торгівлі "працювало" близько "двох періодів понад п'ятдесят років кожний" упродовж минулих п'ятисот років (Кейнс, 1940, ст. 21). На противагу загальній думці, робота Кейнса не походила лише з потреби перетнути кордони міжвоєнних періодів необмеженої гнучкості валютного курсу. Кейнс вбачав у остаточному розвалі "міжнародної вільної конкуренції" не лише проблему, але, за його власними словами, "можливість" розглянути фундаментальне питання інституційної слабкості першої ери глобалізації, що завершилась двома світовими війнами та економічним спадом. Кейнс бачив у невпорядкованій міжнародній вільній конкуренції інституційну слабкість. Його робота була вперше спрямована на створення організаційної інфраструктури. Вводячи міжнародне клірингове об'єднання, він пропонував включити до міжнародних платежів ті самі організаційні заходи, що керують платежами в межах націй.

План Кейнса бере початок із задуму *остаточно організувати міжнародну торгівлю на стійкій валютній основі*, підтримуючи еволюцію в напрямку до міжнародного поділу праці та

використання міжнародних ресурсів у іноземних країнах. Кейнс вважав таку реформу критичною для післявоєнного світового порядку. Він звинувачував "бідність, соціальну незадоволеність і навіть війни та революції" у "віковій міжнародній проблемі" балансу платіжних дисбалансів (з того ж джерела), відзначаючи, що цей недолік може пояснюватись *єдиною характерною особливістю*: майже всі міжнародні грошові регулювання, що використовувались протягом останніх п'ятисот років", *покладають основний тягар регулювання на країну, що є боржником на міжнародному балансі платежів*" (ст. 27).

Кейнс запропонував нову інституційну модель, у формі системи міжнародного клірингу, базуючись на даних зі США та Великобританії, введення якої сприятиме оцінці світових дисбалансів. "Симетрична повторна оптимізація", що імітувала дію центральних банків на національному рівні на міжбанківському ринку, є головною особливістю моделі Кейнса і елементом, якого не вистачає у теперішньому режимі міжнародного обміну. Метою було забезпечити регулювання кредитора, підтримуючи стан боржника. "Головна ініціатива" лежатиме на країні, що є боржником для світу, таким чином, це допомагає уникнути "тиску світової економіки і, як результат, економіки самої країни кредитора" (ст. 47). За вченням Кейнса, світові дисбаланси мають не призводити до поправок через зниження імпорту, а розширювати можливості для експорту.

### 2. План Кейнса

На думку автора, План Кейнса був "ідеальною схемою", "складною, новою і, можливо, утопічною" (ст. 33). Однак Кейнс дуже вірив, що вона була "правильною" і найкраще відповідала новій потребі заснування міжнародної торгівлі в дусі довіри і міжнародної співпраці. Припустимо, що він описував її як "критерій фінансового роззброєння" (ст. 57).

План опирався на фундаментальну ідею узагальнення принципу національного банківського обслуговування до міжнародних трансакцій, тобто "необхідної рівності кредитів та дебетів, активів та пасивів" (ст. 44), створюючи міжнародну клірингову систему. Центральною ідеєю було ставлення країн-кредиторів. Як говорить Кейнс (ст. 211), "проблеми боржників можуть постати лише тоді, коли кредитори не користуються купівельною спроможністю, яку вони отримали". Заохочування кредиторів користуватися цією купівельною силою послабить проблеми, на які наштовхуються країни-боржники. З іншого боку,

план дозволив би країнам-боржникам брати у борг у держав із надлишком<sup>1</sup>.

Модель Кейнса 1941 року пропонує створення США та Великобританією клірингового закладу, який керуватиме міжнародною валютною одиницею (*банкор*), що використовується у встановленні міжнародних балансів. *Банкор* буде заснований, як і всі інші грошові одиниці на той час, на золоті. Клірингове об'єднання (КО) підтримуватиме зв'язки з усіма центральними банками країн, що бажали вести торгівлю з членами, і членство пізніше стане вільним для всіх. Кліринг балансів між країнами проводитиметься центральними банками через їх рахунки в КО. На статті активу балансу КО матиме свої резерви та заборгованість центральним банкам країн-членів, з депозитами центральних банків на боці заборгованості. Дисбаланси між націями будуть, таким чином, відображені у рахунку КО.

План Кейнса націлений на багатонаправленість національних дисбалансів через їх роботу в межах міжнародної банківської установи.

Управління дисбалансами проводитиметься таким чином. Країнам будуть надаватися можливості овердрафту до визначеної суми, щоб дати їм час переоцінити свою позицію. Кожній країні-учасниці буде дозволено максимум дебетового балансу, визначеного внеском, що стосується з обсягу торгівлі. Країни, баланс яких перевищуватиме чверть внеску, вважатимуться збитковими/надлишковими. КО обговорюватиме з представниками країн, що перевищили половину частки, заходи стосовно рівноваги (наприклад, підвищення ціни, розширення попиту на внутрішньому ринку, ліквідація кордонів для імпорту, боргів для країн, що розвиваються, сплата ліквідних резервів Резервному фонду). У випадку великих боргів (для якого баланс дебету перевищує три чверті внеску) можуть обговорюватись подальші заходи, включаючи можливість зупинки членства.

Інновація плану полягає у поведженні багатих країн і, насамперед, у наступних двох випадках:

- ◆ країнам зі збитком буде дозволено позичати баланс країн-кредиторів;
- ◆ КО обговорюватиме з країнами із надлишком (що перевищили половину внеску) заходи щодо відновлення рівноваги.

<sup>1</sup> Цей резервний фонд, який припускає, що фонди К.О. покрийть потребу у фінансовому перерозподілі між багатьма країнами та країнами-боржниками, часто нехтується в останньому аналізі Плану Кейнса. Ми переконані, що правильне застосування цього резервного фонду попередить можливий інфляційний ефект Плану Кейнса, як описано у Россі (2007).

Центральним положенням цього є також ключовий елемент пропозиції Вайта для Плану стабілізації (який, з поправками, дав поштовх росту МВФ).

Хоча ми обмежуємо наше обговорення до пропозиції міжнародного клірингового об'єднання, ідея "Міжнародного банку" оминула клірингове об'єднання. Цей міжнародний банк мав стати фінансовим центром системи міжнародного економічного управління. Згідно з пропозицією Кейнса 1941 року, Заклад виконуватиме багато функцій (ст. 91):

- ◆ фінансування міжнародного органу, який відповідає за післявоєнне звільнення та реконструкцію;
- ◆ можливість фінансування міжнародного органу, відповідального за збереження миру;
- ◆ можливість надання рахунку міжнародним органам, що відповідальні за промислові товари;
- ◆ зв'язок з Правлінням міжнародного інвестування (або корпорацією розвитку) та з антикризовою радою.

Незважаючи на далекоглядність у багатьох аспектах, План Кейнса ніколи не мав підтримки з боку міністерства фінансів США, яке було готове до Бреттонвудської конференції у 1942 році, виробляючи альтернативний план Гаррі Декстера Вайта. Документ Вайта підтримував створення фонду стабілізації валюти, із завданням стабілізувати валютний курс і банк реконструкції. План Вайта поставив американський долар і його зв'язок із золотом у центр міжнародної валютної системи. Два плани були засновані на різних концепціях і мали три основні відмінності:

По-перше, як зазначено вище, план Вайта не вимагав встановлення рівноваги країнами-кредиторами, залишивши весь тягар регулювання країнам-боржникам.

По-друге, тоді як фонд стабілізації надавав позики з випущеного капіталу компанії (як поточний МВФ) у національній валюті, МКО (ICU) мало можливість створити овердрафт у банках, діючи, якщо потрібно, як кредитор останньої інстанції.

По-третє, незважаючи на те, що План Кейнса не був справжньою багатосторонньою угодою, банкор забезпечив систему для багатостороннього клірингу. План Вайта 1944 року, маючи перевагу заснування на багатосторонній угоді, був створений для двосторонніх платіжних контрактів: країна могла позичити у фонду стабілізації лише з метою покриття дефіциту з країною, валюта якої

позицяється. Вайт ще не розумів потреби у багатосторонньому способі погашення та ролі, яку відіграватиме долар у цьому відношенні у післявоєнному світі.

У ті шалені місяці, які передували Бреттонвудській конференції, пропозиція Вайта широко обговорювалась. Дебати набрали таких обертів, що велика частина роботи Кейнса не була відображена у завершальних дискусіях у Бреттон Вудз, Нью Гемпшир. Однак підтримка Кейнса нових бреттонвудських закладів була зрозумілою, оскільки він чітко вбачав у них основу для нового порядку. Як виявилось, ця основа так і не переросла в міжнародну валютну систему, що була залишена у “несистемному” устрої (Роберт Тріфін, 1960), де резервні відрахування міжнародного ліквідного фонду завершилися, зважаючи на дефіцит поточного рахунку США.

Причини поразки Кейнса були закладені не лише у фундаментальному контрасті між “далекоглядним планом” і прагматичним політичним підходом, що домінував у міжнародних дебатах. Кейнс зазнав невдачі ще й через те, що його “ринкові песимістичні погляди”, як говорив Скідельський (2005), засновані на вірі у верховенство законів проти свободи дій, ішли проти поновленого “духу часу”. План Кейнса дивився набагато вперед свого часу і водночас був поза ним. Ринковий підхід до економічних закладів був знову в моді після більш ніж двох десятиріч років песимізму. План Кейнса був приречений на провал з самого початку.

### 3. Важливість пропозиції КО у поточному міжнародному фінансовому контексті

**3.1. Нестабільність сучасної міжнародної валютної системи.** На противагу ідеї Кейнса про міжнародне клірингове об'єднання, поточний проект міжнародної фінансової системи базується на концепції основних грошових одиниць, що складається із центру (США) та периферії (ЄС, Японія і нещодавно Азія). Ця система дозволяє міжнародні дисбаланси, оскільки периферія підтримує накопичення боргу в доларах США, накладаючи тягар регулювання на країн-боржників. Очевидна стабільність цього договору спонукала Дулі, Фолкерте-Ландау і Гербера (2003) проголосити існування імпліцитного режиму “Бреттон Вудз 2” (БВ2).

На думку прихильників, система відображає взаємно вигідні відносини між бідними та багатими країнами. Вона дозволяє США володіти дуже низькими довгостроковими процентними ставками, водночас сприяючи

розвитку стратегій у країнах, що розвиваються. В той час, коли БВ2 розвивався з початку 90-х, протягом останніх двох років було встановлено зв'язок між США та Китаєм. Роль долара підтримує зайнятість постійного надлишку трудового резерву в країнах Азії шляхом перенаправлення його до експортної продукції. Азіатські країни компенсують постійний надлишок поточного рахунку, ставши покупцем постійного надлишку американських фондів. Інші автори висловили більший скептицизм та стурбованість. Так, Лоренс Саммерс зобразив систему як “баланс фінансового жаху”. Гурінхас та Рей (2005) відзначають, що надмірні привілеї міжнародної валюти призвели, з часу розпаду Бреттонвудської системи у 1971 році, до перетворення США зі світового центрального банкіра на венчурного капіталіста з високоприбутковими ризикованими інвестиціями на активах і значно збільшеним коефіцієнтом фінансового левериджу на пасивах, що посилює вірогідність неочікуваного регулювання.

Кабальєро і Крішнамурті (2008) пропонують переконливий доказ ролі притоку капіталу у США у сприянні спалаху сек'юритизації та збільшення левериджу.

Упродовж останніх років багато авторів розглядають формування світових економічних дисбалансів як основу для прогресивної зміни міжнародного валютного режиму з повним домінуванням долара як світової платіжної та резервної валюти. У ранніх дебатах (2003-2008) переважали різні погляди щодо способів та темпу прогресивної заміни долара іншими основними валютами. Деякі автори, які вважають світові дисбаланси природним результатом реальної та фінансової глобалізації, передбачили, що тривалий процес “плавного” зниження курсу валюти не повинен спричинити будь-які раптові зміни у статусі долара, що планомірно і прогресивно приведе до утворення мультиполярної валютної системи (Ліпські 2008). Інші автори<sup>1</sup> застерігали про зростаючу вірогідність раптового регулювання через можливе падіння вартості долара США.

Один з найбільш активних авторів, Рубіні (2007а), попереджав, що економічно-фінансова модель поза “відновленим бреттонвудським” договором призводить до “надлишкового валютного та кредитного росту, не маючи об'єктивної основи активів на фондових ринках, ринках житлової нерухомості та інших

<sup>1</sup> Див. Обстфельд і Рогоф (2004), Айхенгрін (2004), Голдлі (2005), Голдштейн і Ларді (2005), Кругман (2006), Саммерс (2006), Рубіні (2007б).

*фінансових ринках, що поступово призведе до фінансової незахищеності”.* Інші автори, такі як Канцонері, Кумбі, Діба та Лопез-Салідо (2008), відзначали існування системного ризику: домінуюча валютна система посилює внутрішню незахищеність світової фінансової системи, оскільки удари, які надходять з країни домінуючої валюти, можуть призвести до глобального шоку і стати більшим джерелом нестабільності. Голдберг і Тіллі (2008), з іншого боку, довели, що ведення валютної політики в центрі має суттєвий вплив на периферії, навіть за відсутності прямих торгівельних зв'язків.

**3.2. Нинішня міжнародна валютна система як один з факторів, що лежать в основі світової фінансової кризи 2007-2009.** Макрокорені нинішньої кризи можуть походити з розширення світових дисбалансів, які підкреслюють існування багатостороннього дисбалансу, що не може бути зменшеним до двостороннього порушення рівноваги між США та Китаєм. Китайський двосторонній торгівельний надлишок із США відповідає лише за третину дефіциту поточного рахунку США, і до 2006 року фінансування дефіциту поточного рахунку США поглинуло більше, ніж три п'ятих усіх міжнародних заощаджень шестидесяти семи країн, що керували надлишком того року. Оскільки азійські економічні системи накопичили значні резерви, частково застосовуючи “меркантилістські” поліси, які тримали їх валютний курс недооціненим, підвищуючи експорт, вони піддали себе ризику ланцюгової реакції: з надмірними припливами торгівлі, що залишалася незмінною, залежність від впливу міжнародних криз була також в основному незмінною, а формування значного чистого відтоку коштів лише підтримало ілюзію захисту проти міжнародної фінансової кризи. Водночас надмірна залежність від росту за рахунок експорту зробила країни, що розвиваються, вразливими до торгівельних порушень.

Попри те, що сьогоднішня криза нерозривно пов'язана з неорганізованим розгортанням світових дисбалансів, ми лише починаємо усвідомлювати повний об'єм нерівноваги у американському внутрішньому фінансовому секторі. Статус долара США, як світової основної резервної валюти, відіграв значну роль у наданні можливості фінансування зовнішнього дефіциту. Формування зовнішніх дисбалансів у США – це історія внутрішніх фінансових дисбалансів, що поширились через незалежні кордони, починаючи з початку 1990-х.

Ріст дисбалансів допоміг підтримати низький банківський процент у економіці США, непрямо

допомагаючи створити умови, що сприяли нагнітання житлового буму. У нерегульованому фінансовому середовищі низькі банківські проценти та надмірний кредит мають тенденцію розповсюджуватись на неторгівельні товарні сектори, включаючи ринки нерухомості. Останні дані говорять про те, що міжнародні притоки капіталу до США уможливили довгострокові занижені банківські проценти, частково зміщуючи вплив факторів, що ведуть до вищих довгострокових процентів, таких як бюджетний дефіцит і посилення валютної політики. Варнок і Варнок (2006) виявили, що з 1984 по 2005 рік до державних облігацій США не надходили іноземні офіційні притоки, 10-річний дохід був би на 90 пунктів вищим у 1996 році. З іншого боку, висока потреба в доларі США у 2005-2007 рр., що продовжував зростати, не дивлячись на тривалий дефіцит та очевидні дисбаланси, допомогла відкласти потребу США у пристосуванні до внутрішнього заощаджувально-інвестиційного дисбалансу, збільшуючи вірогідність більш різкого регулювання та ризику більш складної кризи. Притік капіталу з ринків, що розвиваються, зіткнувся з бажанням центральних банків та приватних фінансових посередників прийняти ризики, утворені зовнішньою позицією США та внутрішнім фінансуванням населення, що має заборгованість. Як не дивно, але банкрутства в середині вересня 2008 року центральних фінансових закладів у США не зупинили процес, а, здається, навпаки, прискорили його, спричинивши стабілізацію долара (що може бути такою ж короткотривалою, як і могутньою).

**3.3. Потреба в переосмисленні важливості функцій центрального банківського обслуговування на державному та міжнародному рівнях.** Міжнародна структурна незахищеність та неплатоспроможність на міжбанківських ринках ведуть до необхідної переоцінки та централізації центральних банків у державній фінансовій системі. В той час, як центральні банки шукають для себе нову роль, питання міжнародної системи залишене поза увагою.

Головна ідея Кейнса щодо клірингового об'єднання полягає в адаптуванні до міжнародного товарообміну тих самих принципів дворівневої банківської системи, що керували більшістю державних установ. Оригінальність теоретичних робіт Кейнса полягає у природі грошей та банківського обслуговування: роботи Кейнса – це, перш за все, пошук механізму економічної системи, що є чудовим прикладом “системного” аналізу, який

вийшов з моди за останні десятиріччя. Центральною ідеєю Кейнса було те, що міжнародний товарообмін має покладатися на таку саму стійку банківську структуру, що керувала товарообміном у межах держав. Історія рухалась у протилежному напрямку. Цікаво спостерігати, як звільнення центральних банків від клірингової діяльності сприяло переростанню кризи субстандартного іпотечного кредитування у всезагальну кризу. На думку Пейдо та Аер (2005), міжбанківський ринок не лише передає, але й поширює порушення, посилюючи слабкість усієї системи. Ахар'я, Громб та Йорулмазер (2008) документально підтвердили вразливість міжбанківського ринку, виявивши, що в час кризи банки з надлишком можуть стратегічно впливати на владу ринку і використовувати банки у разі виникнення ситуації.

Міжнародне клірингове об'єднання може виконувати ту саму роль запобігання кризі, що й клірингові палати<sup>1</sup> в середині 1800-х (діючи як остання інстанція та випускаючи сертифікати, що досягли форми депозитного страхування) до започаткування Федеральної резервної системи (ФРС) у 1914 році.

У 1963 році МВФ почав повільно рухатись до багатосторонньої схеми міжнародного товарообміну, пропонуючи введення спеціальних прав запозичення (СПЗ). На відміну від банків, СПЗ мали бути не основним засобом погашення платежу, а доповненням міжнародних резервів. До часу їх першого асигнування (1970), однак, Бреттонвудська система вже обвалювалась. Глобальне скорочення резервів, яке мали намір запропонувати СПЗ, не отримало підтримки. Подальший розвиток кредитування незалежних боржників комерційними банками завершився направленням еволюції у протилежний бік, і СПЗ залишилась роль "системи соціального захисту для [малоймовірних] майбутніх непередбачуваних витрат"<sup>2</sup>. Оскільки кредитування все більше і більше виходить за межі держави, залучаючи різні державні регулювання, постає потреба у міжнародному кредиторі останньої інстанції. Хоча введення СПЗ послабило ризик скорочення міжнародної резервної валюти, остання залишилась уразливою до системної неплатоспроможності комерційних банків<sup>3</sup>, що спричинило поточне глобальне зниження ліквідності. 29 жовтня 2008

року ФРС та МВФ вдалися до нових інструментів, ФРС – поширюючи згоду про взаємний обмін валют з країнами поза групою G10, МВФ – вводячи нове короткострокове кредитування. Обидві схеми, однак, не застосовуються по відношенню до країн, що розвиваються, які є більш уразливими. Крім того, останні спроби включають можливе відновлення ролі СПЗ: спроба G20 для координованої відповіді світовій фінансовій кризі – дослідження можливості нового розміщення СПЗ у 2009 році, що забезпечить безумовну ліквідність країнам-членам розширенням резервів. Хоча такий розподіл буде бажаною відповіддю, яка сприятиме встановленню довіри, відновлення ролі СПЗ не буде прямо звернене до центрального прибутку, до якого звертався План Кейнса через введення третьорядної функції міжнародного центрального банку: попереджаючи створення балансу платіжних дисбалансів та дефляційних регулювань, а також відсутність кредитора останньої інстанції на міжнародному рівні.

У минулому відбувалося багато дебатів стосовно МВФ як можливої останньої інстанції (див., наприклад, Мішкін, 2007) для окремих ринків з економікою на стадії становлення. У світі з КО, якщо внутрішньому центральному банку бракує ресурсів для здійснення негайної ліквідної допомоги, щоб зупинити фінансову кризу або сприяти підйому, йому може надаватись конкурентний позиковий рахунок. Порівняно з МВФ, надання конкурентного кредиту, що пропонується КО, може допомогти потрапити у надзвичайно виняткові ситуації, коли потреби здатні завадити росту ресурсів, зібраних таким закладом, як МВФ, особливо, коли йдеться про підтримку найбільших країн.

#### 4. Відновлення міжнародної валютної системи

З часу презентації Плану Кейнса у 1941 році надійшло багато пропозицій стосовно відновлення Міжнародної валютної системи, заснованої на розробці Кейнса, а саме від Тріфін (1960), Бернштейн, Грубель (1963), Махлуп (1966), Хосфілд (1969), Шміт (1973) і Сенсіні (1995), а нещодавно – від Росі (2007) та Алессандріні і Фратіані (2008), які сперечаються з приводу започаткування наднаціональних банківських грошей.

Хоча поточна фінансово-економічна криза суттєво трансформує структуру світової фінансової системи, роль долара, так звана відновлена бреттонвудська система (БВ2) і євро-зона є єдиними домінуючими структурами

<sup>1</sup> Клірингові палати будуть вирівнювати сплати серед банків за нормальних часів і допомагати підтримувати ліквідність та кредитоспроможність банку протягом кризи (Гортон і Хуанг, 2002).

<sup>2</sup> Звіт депутатів Групи десяти (1985) цитований польською (1998).

<sup>3</sup> Рохет і Ваівс (2004).

світової фінансової системи, що залишилися незмінними. Як зазначають Дулі, Фолкертс-Лаундау і Гарбер (2009), стимули, що сприяють довготривалості БВ2, все ще мають місце, незважаючи на кризу. Насправді здається, що потреба в заощадженні долара та американських фондів може ніколи не закінчитись. Сучасна фінансово-економічна криза посилила дебати навколо можливостей розвитку договору БВ2.

Існує декілька причин повірити в те, що американські фонди – як один з декількох активів, які все ще вважаються надійними – можуть зберігати свою привабливість у часи кризи, а ринки, що розвиваються, наближаються до післякризового світу шляхом збільшення потреб у резервах США, щоб мобілізувати вразливість до майбутньої кризи. Однак можливі й інші сценарії: інтенсивність кризи та подальшої американської грошової експансії дасть початок справжньому сценарію подвійного дефіциту, де активи, накопичені багатими країнами (в основному міжнародними валютними фондами США), будуть тими, що підтримують надлишок споживання. Бібов (2009) описує цей сценарій, як “БВ3”.

Поточні угоди несуть в собі деякі суттєві ризики. Зростаюча залежність азійських країн від торгівлі зробила їх уразливими до економічних порушень, які зараз переживає світова економіка. Сучасна криза – це не криза системи БВ2, яку багато хто передбачав за останні кілька років: раптова зупинка притоку капіталу у США і вільний спад долара, що супроводжується значною втратою коштів на ринках, що розвиваються. Та криза все ще можлива. Дулі, Фолкертс-Ландау і Гарбер (2008) наголошують на тому, що ці ризики були переоцінені і що *“цей сценарій залишається прогнозом, що вже не такий значимий сьогодні, яким він був протягом останніх декількох років”*. Однак можливість може матеріалізуватись у будь-який момент у майбутньому. БВ2 може бути сигналом того, що найгірше ще попереду. Оскільки світова економіка переживає кризу історичного масштабу, необхідно запитати, чи виправданим є бажання витримати ризик.

Попри те, що США борються з низьким рівнем споживання, а азійські країни – з проблемою перенаправлення вільного зовнішнього попиту у внутрішній, у продовженні договору БВ2 можна побачити вихід з поточної економічної кризи. Притоки капіталу до США сприяють збільшенню теперішніх світових дисбалансів. З іншого боку БВ2, країни відчувають раптовий спад експорту, що супроводжується зниженням імпорту

(оскільки продукція та споживання також зменшились внаслідок економічного спаду).

Оскільки США стикаються з надлишковою виробничою потужністю, навряд чи збільшені притоки капіталу породжуватимуть певні покращення в економіці США, де виробництво та споживання все ще відставатимуть: у найкращому випадку продовження БВ2 дозволить США перенести частину своїх проблем на країни, що розвиваються. Такий сценарій є далеким від ідеалізованих “взаємно корисних відносин” БВ2.

Все це зводиться до потреби у глибшому обговоренні найкращої міжнародної валютної угоди. План Кейнса є розробкою для закладу багатостороннього міжнародного клірингу, що уникатиме більшості недоліків доларової системи. Неприйняття Кейнсом одвічної проблеми дисбалансів базується на зменшенні імпорту, спричиненого регулюванням через боржника.

Щоб уникнути ефекту послаблення на торгівлю, Кейнс пропагував систему, яка покладе тягар регулювання на країни з надлишком та країни зі збитком, зосереджуючись на розширенні можливостей для експорту. Такий наголос не має здаватися дивним, оскільки на початку 40-х Кейнс все ще був дуже стурбований можливим дефляційним впливом регулювання світових дисбалансів (між США та Європою на той час).

### **Висновок: здобуток Кейнса**

Світова фінансова криза 2007-2009 рр. відновила інтерес до потреби перегляду світової фінансової системи і ролі бреттонвудських закладів у цій схемі. Група з 20 чоловік розпочала ці дебати і планувала адресувати їх до робочих груп, що могли знайти відображення у підготовчих роботах, що привело до Бреттонвудської конференції 1944 року, яка побачила Кейнса такого, що підтримує роботу міністерства фінансів Великобританії. Як не дивно, ця робота наразі не включає жодного аналізу майбутніх світових дисбалансів щодо їх доцільності, стійкості і стабільності з менш уразливою міжнародною фінансовою системою. Невдача представляти на технічному рівні цей політично чутливий випуск могла призвести до потенційно неповних реформ.

На іншому рівні поточна глобальна фінансова криза та її початкова політика викликали дебати щодо потреби у більшому регулюванні, ролі держави і центрального банку в управлінні фінансовим сектором та щодо рівня, на якому фінансова криза має привести до перегляду положень “вільної конкуренції” у фінансовому

секторі. Безсумнівно, криза дасть початок новому полю досліджень. Деякі з них, можливо, приведуть до переосмислення загальних думок. У цьому розумінні ми віримо, що поточне “регулювання” проти дебатів “вільної конкуренції” має бути розширене до центрального питання: “відповідність” проти “невідповідності” інституційних урегулювань, що лежать в основі валютної і фінансової системи світової економіки на державному і міжнародному рівнях. Незважаючи на те, що Кейнса іноді описували як ринкового песиміста (принаймні це зробив один з його видатних біографів Скідельський (2005)), підхід Кейнса – це дещо більше, ніж скептицизм, викликаний депресією 30-х: робота Кейнса є реакцією на інституційну слабкість на міжнародному рівні, що охарактеризувала першу еру глобалізації та насамперед спрямована на інституційне будівництво. Валютна задумка Кейнса була розроблена у 1920 році, попереджаючи депресію,

і була в основному присвячена розумінню природи банківських грошей і діяльності сучасних банківських установ. Основний здобуток Кейнса полягає в його аналізі відповідності інституційних урегулювань, що лежать в основі державної та міжнародної системи товарообміну. План Кейнса є спробою помістити міжнародну систему торгівлі у стійку валютну інституційну схему. Через більш ніж 60 років з часу цієї невдалої спроби план Кейнса залишається головним проектом для будь-якої подальшої ініціативи.

З діяльності Кейнса 1940-1944 рр. можна винести дуже важливий урок. Зосереджуючись на роботі над деталями післявоєнного валютного порядку на початку 1940 року, коли ще було далеко до перемоги, він наголосив на потребі у відповідній сучасній підготовці до нового устрою. Завтрашній міжнародний валютний порядок слід починати розробляти вже сьогодні

#### Список використаних джерел

1. Acharya, V., D. Gromb, and T. Yorulmazer (2008), Imperfect Competition in the Interbank Market for Liquidity as a Rationale for Central Banking, Mimeo.
2. Alessandrini, P. and M. Fratianni (2008), Resurrecting Keynes to Revamp the International Monetary System, mimeo.
3. Balakrishnan, R.T. Bayoumi, V. Tulin (2007), Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of the U.S. Current Account Deficit?, International Monetary Fund Working Paper, 07/160.
4. Bibow J. (2009), The Need for Concerted Action, Eurointelligence, January.
5. Boughton, J. (2002), Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System, International Monetary Fund Working Paper, 02/52.
6. Caballero, R. and A. Krishnamurthy (2008), Global Imbalances and Financial Fragility, mimeo.
7. Calomiris, C. (2008), The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next, Mimeo, October 2008.
8. Canzoneri, M., R. Cumby, B. Diba and D. Lopez-Salido (2008), The Macroeconomic Implications of a Key Currency, NBER Working Paper 14242.
9. Caprio, G., A. Demirguc-Kunt and E. Kane (2008), The 2007 Meltdown in Structured Securitization. Searching for Lessons not Scapegoats. World Bank Policy Research Working Paper 4756.
10. Cencini, A. (1995), Monetary Theory, National and International. Rutledge.
11. Demirguc-Kunt, A. and L. Serven (2009), Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies. The World Bank, Policy Research Working Papers, 4807.
12. Dooley, M., D. Folkerts-Laundau, and P. Garber (2003), An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper 9971.
13. Dooley, M., D. Folkerts-Laundau, and P. Garber (2008), Will Subprime be a Twin Crisis for the United States?, NBER Working Paper 13978.
14. Dooley, M., D. Folkerts-Laundau, and P. Garber (2009), Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System, Deutsche Bank Special Report.
15. Eichengreen, B. (2004), Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. NBER Working Paper 10497.
16. Eichengreen, B. and M. Flandreau (2008), The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?, NBER Working Paper 14154.
17. Godley, W. (2005). Imbalances Looking for Policy. The Levy Economics Institute of Bard College Policy Note 2005 / 4.
18. Goldberg, L. and C. Tille (2008), Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar, NBER Working Paper 13820.
19. Goldstein, M. and N. Lardy (2005), China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity. Institute for International Economics Working Paper Series 05-2.
20. Gorton, G. and L. Huang (2002). Banking Panics and the Origin of Central Banking. NBER Working Paper 9137.
21. Gourinchas, P.-O. and H. Rey (2005), From World Banker to World Venture Capitalist: the U.S. external adjustment and the exorbitant privilege, NBER Working Paper 11563.
22. Iwamoto, T. (1997), Keynes Plan for an International Clearing Union Reconsidered, Kyoto University.
23. Keynes, J.M., Activities 1940-1944, Shaping the Post-War World: The Clearing Union, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Royal Economic Society, Mac Millan and Cambridge University Press, Vol. XXV, London 1980.



24. Keynes, J.M., *Activities 1944-1946, The Transition to Peace, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Royal Economic Society, Mac Millan and Cambridge University Press, Vol. XXIV, London 1980.
25. Krugman, P. (2006), *Will There be a Dollar Crisis?*, mimeo.
26. Lipsky, J. (2008), *Perspective on the Global Economic Landscape and the Role of the Dollars*, Address at the Brookings Institutions, Washington, D.C., July 22, 2008.
27. Mishkin, F. (2007), *Systemic Risk and the International Lender of Last Resort*, Speech at the Tenth Annual International Banking Conference, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, Illinois, September 28, 2007
28. Obstfeld, M. and K. Rogoff (2004), *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, NBER Working Paper 10869.
29. Peydo, J.L. and R. Iyer (2005), *How Does a Shock Propagate? A Model of Contagion in the Interbank Market Due to Financial Linkages*, EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
30. Polak, J.J. (1996), *Impasse on the Role of SDR*, in J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds), *Functioning of the International Monetary System*, International Monetary Fund, Vol. 2, 927-941.
31. Rochet, J.-C. and J. Tirole (1996), *Interbank Lending and Systemic Risk*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 28, No. 4, Nov. 1996, Part 2.
32. Rochet, J.-C. and X. Vives (2004), *Coordination Failure and the Lender of Last Resort: Was Bagehot right after all?*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 2(6), December: 1116-1147.
33. Rossi, S. (2007), *The Monetary-Policy Relevance of the International Settlement Institution: The Keynes Plan 60 Years Later*. In: A. Giacomina and M.C. Marcuzzo (eds), *Money and Markets: a Doctrinal Approach*. London and New York: Routledge.
34. Roubini, N. (2007a), *Asia is Learning the Wrong Lessons from Its 1997-98 Financial Crisis: The Rising Risks of a New and Different Type of Financial Crisis in Asia*, mimeo, May 2007.
35. Roubini, N. (2007b), *The Instability of the Bretton Woods 2 Regime*, mimeo, July 2007.
36. Schmitt, B. (1973), *New Proposals for a World Monetary Reform*. Castella.
37. Skidelsky, R. (2005), *Keynes, Globalisation and the Bretton Woods Institutions in the Light of Changing Ideas about Market*. *World Economics*, Vol. 6, N. 1, January-March: 15-30.
38. Summers, L.H. (2006), *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*, L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, India, March 24, 2006.
39. Triffin, R. (1960), *Gold and The Dollar Crisis*. New Haven: Yale University Press.
40. Turner, A. (2009), *The Financial Crisis and the Future of Financial Regulation*, *The Economist's Inaugural City Lecture*, 21 January 2009
41. Warnock, F.E. and V.C. Warnock (2006), *International Capital Flows and U.S. Interest Rates*, NBER Working Paper 12560.

Отримано 10.12.2008

Переклад з англ. Філатової Ю.