ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

Мировая валютная система

ИСТОРИЧЕСКИЕ ЭТАПЫ ПРОЦЕССА ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ЕЕ ОЦЕНКЕ

Тимур Русланович УРУМОВ[a,•], Иван Дмитриевич РАКОВ[b]

[a] научный сотрудник Центра международных финансов, Научно-исследовательский финансовый институт, Москва, Российская Федерация
TUrumov@nifi.ru

[b] лаборант-исследователь Центра международных финансов, Научно-исследовательский финансовый институт, Москва, Российская Федерация
rakov@nifi.ru

[•] Ответственный автор

История статьи:
Принята 19.08.2015
Одобрена 01.09.2015

УДК 339.7.01
JEL: F02, F31, F33, F36, F60, N40

Ключевые слова: этапы финансовой либерализации, плавающий валютный курс, международная валютная система, мировая резервная валюта

Аннотация
Предмет. В статье рассмотрены процесс финансовой либерализации и его основные исторические этапы. Актуальность данного вопроса объясняется прежде всего тем, что в течение XX в. разные государства в той или иной степени проводили финансовую либерализацию. При этом ее результаты были далеко не однозначны, поскольку при проведении либерализации необходимо учитывать страновые особенности, в том числе степень развитости экономики и финансовых рынков.
Методология. Методологическую основу статьи составил ретроспективный анализ становления и формирования финансовой либерализации на основе рассмотрения основных этапов эволюции международной финансовой системы. Также на основе подходов, предложенных представителями посткейнсианского экономического течения, обозначены основные негативные моменты финансовой либерализации.
Цели и задачи. Выявление преимуществ и недостатков финансовой либерализации в разные периоды времени. Задачи включают: исследование основных этапов становления финансовой либерализации; изучение аргументов российских и зарубежных ученых за и против финансовой либерализации; рассмотрение предложений по реформированию международной финансовой системы.
Результаты. В результате проведенного анализа дана краткая характеристика каждой из существовавших в разные периоды времени международных валютных систем, рассмотрены точки зрения зарубежных и российских экономистов – как сторонников, так и противников финансовой либерализации. Приведены некоторые критические замечания представителей посткейнсианского экономического течения и их предложения по реформированию международной финансовой системы.
Выводы. Сделан вывод о неоднозначности воздействия либерализации на экономику страны и обозначены ее существенные недостатки.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Эволюция процесса финансовой либерализации

Глобальная экономическая система характеризуется высоким уровнем движения капитала в различных его формах [1]. В настоящее время в условиях глобализации и интернационализации все большее внимание уделяется такому явлению, как финансовая либерализация. Под понятием «финансовая либерализация» подразумеваются снятие ограничений на приток и отток капитала и переход на режим плавающего валютного курса.

Прежде всего, следует рассмотреть такое понятие, как «полная либерализация потоков капитала». Единого определения этого понятия не существует. В самом широком смысле под либерализацией потоков капитала следует понимать отсутствие каких-либо регулирующих или иных мер, которые бы препятствовали трансграничному перемещению капитала. Также под это понятие попадают сделки, лежащие в основе операций с капиталом (например, кредиты), и относящиеся к ним платежи или переводы [2].

Плавающий валютный курс представляет собой механизм курсообразования национальной валюты по отношению к иностранным валютам, в соответствии с которым государство позволяет валютному рынку самостоятельно устанавливать валютный курс до достижения последним равновесного состояния через механизмы спроса и предложения[1].

[1] Внешнеэкономический толковый словарь. М.: ИНФРА-М, 2001.

Потрясения, происходившие в последнее время в мировой экономике, вызванные кризисом 2008 г., заставили задуматься экономистов разных стран о необходимости регулирования потоков капитала и перехода на режим фиксированного или смешанного (управляемого плавания) валютного курса (как, например, это было в Исландии после мирового финансового кризиса 2008 г.).

В историческом плане процесс финансовой либерализации довольно тесно переплетается с процессом становления международной валютной системы (МВС). Выделяется несколько основных этапов МВС:

- период «золотого стандарта», или Парижская МВС (1880–1914 гг.);
- период между Первой и Второй мировыми войнами (межвоенный период, Interwar period), или Генуэзская МВС;
- Бреттон-Вудская МВС (1946–1971 гг.);
- период «плавающего валютного курса», Ямайская МВС, или постБреттон-Вудский период (с 1971 г.).

Процессы, имеющие отношение к финансовой и, в частности, к валютной либерализации, начали формироваться в XIX в. Этому способствовал переход от биметаллической системы к системе «золотого стандарта» (парижской валютной системе). При этом теоретические аспекты сформулировали значительно раньше. Одними из первых, кто занимался этим, были представители школы классической политэкономии.

«Золотой стандарт» начал формироваться в Великобритании в начале XIX в. Статус международной валютной системы он получил на Парижской конференции в 1867 г., где были заключены соответствующие межгосударственные соглашения. Главными причинами возникновения Парижской валютной системы стали назревшая необходимость в реформировании мирохозяйственных связей и развитие мирового хозяйства.

Суть данной МВС заключалась в том, что страны привязывали свой валютный курс к стоимости золота. При этом существовали свободная конвертация национальной валюты в золото по фиксированной цене и свободный ввоз и вывоз его из страны. Золото в этих условиях стало единой мировой валютой.

Время действия золотого стандарта было довольно ярким периодом в мировой экономической истории. Он характеризовался быстрым экономическим ростом, свободным движением рабочей силы и капитала через политические границы, свободной торговлей и мировым экономическим благополучием [3].

Однако в действительности эффективность системы золотого стандарта была мифом.

Во-первых, страны не соблюдали установленные «правила игры».

Во-вторых, движение потоков золота не было непрерывным. Великобритания, будучи главной финансовой державой, осуществляла регулирование банковского процента, а не движения золота. В условиях внешнеторгового дефицита Банк Великобритании повышал банковский процент, привлекая валютные фонды, а в условиях торгового избытка – понижал[2].

Один из основных недостатков золотого стандарта заключался в том, что увеличение денежной массы зависело от объемов добычи золота. Вследствие этого темпы роста производства отставали от эмиссии денег.

Взгляды экономистов, исследующих в своих работах проблемы, связанные с золотым стандартом, расходятся при рассмотрении вопроса, какой режим валютного курса при данной валютной системе является наиболее подходящим: плавающий или фиксированный. Некоторые ученые (А.И. Михайлушкин, Милтон Фридман) считают, что в то время существовал фиксированный валютный курс, поскольку страны привязывали национальную валюту к золоту. Другие исследователи уверены, что существовал плавающий валютный курс, поскольку в этом случае имеют место колебания в пределах золотых точек (Л.Н. Красавина и др.)[3].

При данной системе наблюдалась либерализация потоков капитала, так как отсутствовали какие-либо ограничения на ввоз и вывоз валюты (золота).

Несмотря на тот факт, что открытость экономики в какой-то мере способствовала увеличению экономического роста, все же при этом имелись и определенные недостатки:

- отсутствие ограничений на ввоз и вывоз золота (валюты) негативно сказывалось на тех

[2] *Кациель С.В.* Мировая экономика: учеб. пособие. URL: http://uchebnik-online.com/127/184.html

[3] *Красавина Л.Н., Былиняк С.А., Смыслов Д.В. и др.* Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник. М.: Финансы и статистика, 2000. 608 с.

экономиках, у которых наблюдался значительный отток капитала;

- страны не обладали возможностью влиять на денежно-кредитную политику, поскольку нельзя одновременно поддерживать мобильность капитала и фиксированный обменный курс (трилемма Манделла–Флеминга) [4]. Любая страна, которая пыталась финансировать расходы через дополнительную эмиссию денег, поддерживая при этом их конвертируемость в золото, в результате становилась свидетелем того, как ее золотые запасы исчезали за рубежом[4].

Новый этап развития валютной либерализации наступил в межвоенный период с приходом золотодевизного стандарта и формированием новой международной валютной системы, которая была объявлена на конференции в Генуе в 1922 г., несмотря на то что в зарубежных источниках обычно указывается период 1925–1931 гг., связанный с возвратом Великобритании к золотовалютному стандарту. Поводом для формирования новой МВС послужили послевоенный валютный кризис и рост инфляции в странах-участницах.

Период 1920–1935 гг. отличается разнообразием международных валютно-кредитных механизмов. Можно выделить три режима валютного курса, характерных для него: свободноплавающий курс (1920–1926); режим фиксированного курса (1927–1931); режим управляемого плавающего курса (с 1932 г.) [5].

Плавающий режим был установлен в некоторых странах сразу после Первой мировой войны, в частности – во Франции. В 1919 г. это государство отказалось от поддержки национальной валюты. В результате в 1919–1926 гг. французский франк подвергался спекулятивным атакам [6].

Существует две точки зрения на ситуацию, сложившуюся во Франции. Первая принадлежит экономисту Р. Нурксе[5], который считал, что плавающий валютный курс подвержен спекуляциям. Он писал: «Если что и продемонстрировано наглядно межвоенным опытом, так это то, что валютный курс не может оставаться подверженным ежедневным колебаниям под воздействием рыночного спроса и предложения…, если валюта подвержена свободным колебаниям, то весьма вероятно, что возникнет хаос не только со спекуляциями с обменными курсами иностранных валют, но и с товарами, экспортируемыми на внешние рынки» [7].

Вторая точка зрения была у сторонника плавающего курса М. Фридмана, который утверждал, что спекулянты не являются причиной дестабилизации экономики [8].

На Генуэзской конференции в 1922 г. Финансовая комиссия под руководством представителей Великобритании убедила участников в необходимости возврата к золотому стандарту. На практике данная МВС стала применяться только с 1925 г. Однако она была основана уже не на классическом золотом стандарте, а на золотодевизном.

Золотодевизный стандарт подразумевал, что национальную валюту можно обменивать не на золото, а на доллар США или фунт стерлингов, которые считались девизами. И данные валюты свободно конвертировались в золото. При этом не должно существовать ограничений на приток и отток капитала, регулирование платежных балансов обязано было происходить автоматически. В этих условиях имела место либерализация потоков капитала подобно классическому «золотому стандарту».

В конечном итоге золотодевизный стандарт просуществовал около 6 лет. Отказ от него в 1931 г. послужил началом распада МВС. Весомой причиной отказа стал быстрорастущий дефицит платежного баланса в Великобритании.

Трудности золотодевизного стандарта характеризуются как трилемма классической открытой экономики, суть которой в данном случае сводится к необходимости выбора между фиксированным курсом, плавающим курсом и независимой денежно-кредитной политикой [9]. Однако существует мнение, что распад произошел из-за несостоятельности системы автоматического регулирования международных денежных потоков [10].

Распад золотодевизного стандарта в 1931 г. способствовал возникновению управляемого плавающего валютного курса. Между 1932 и 1936 гг. большинство валютных курсов некоторых крупных валют подвергалось значительным колебаниям, как в первой половине 1920-х гг. Однако в этом случае курсы являлись

[4] Парижская валютная система. URL: http://profmeter.com.ua/Encyclopedia/detail.php?ID=597

[5] Нурксе Р. (1907–1959) – эстонский экономист, профессор Колумбийского университета, работавший в области международных финансов и экономического развития. Был аналитиком в аппарате Лиги Наций.

управляемыми. Интервенции, как правило, происходили в одностороннем порядке, с минимальным количеством международных консультаций или координационных мероприятий. Опыт 1930-х гг. позволил в значительной степени сформировать современные представления об опасностях мировых валютных систем, при которых возможны изменения валютного курса в одностороннем порядке [11].

Третий этап становления валютной либерализации приходится на Бреттон-Вудскую международную валютную систему, которая была юридически закреплена на Бреттон-Вудской конференции, созваннной по инициативе США в Бреттон-Вудсе в июле 1945 г.

Участники конференции заявляли о необходимости создания новой МВС, основываясь на том, что в межвоенный период финансовая система была хаотичной, и указывая на крах золотого стандарта, Великую депрессию и рост протекционизма. Министр финансов США Г. Моргентау заявлял, что конференция должна «…покончить с экономическим злом – конкурентной девальвацией и разрушительными препятствиями в торговле, которые предшествовали нынешней войне»[6].

Среди основных характеристик Бреттон-Вудской системы можно выделить следующие:

- установление фиксированного валютного курса по отношению к доллару;
- сохранение золотодевизного стандарта (данный стандарт называют еще золотодолларовым);
- привязка доллара к золоту и свободная конвертация доллара;
- прописанные инструменты по поддержанию обменного курса через механизм финансовых интервенций, осуществляемых центральными банками, в случае возникновения отклонений от курса на 1%;
- создание в целях обеспечения стабильности МВС Международного валютного фонда (МВФ).

В то время основатели МВФ отдавали предпочтение либерализации торговли и ликвидации валютных ограничений в отношении потоков по счету текущих операций, а не либерализации движения капитала. Это было связано с существующим тогда распространенным мнением, что контроль за движением капитала поможет сохранить независимость внутренней политики [12].

Бреттон-Вудская система в период ее трансформации с 1959 до 1971 г. характеризовалась исключительной макроэкономической активностью в развитых странах. При этой системе наблюдались самые низкие и самые стабильные темпы инфляции и в то же время высокие и устойчивые реальные темпы роста [13].

Распад системы начался в 1968 г. с установления «двойного» рынка золота[7]. А в 1971 г. американский президент Р. Никсон объявил о временной приостановке конвертации доллара в золото.

По мнению канадского экономиста, лауреата Нобелевской премии Р. Манделла, существовало две причины распада Бреттон-Вудской системы.

Во-первых, по его мнению, это произошло в связи с устаревшей ценой на золото, что привело к валютным спекуляциям

Во-вторых, распад был связан с разницей между целевыми показателями по уровню инфляции Соединенных Штатов и Европы [14].

Еще одна причина была спрогнозирована американским ученым Р. Триффином в 1960-х гг. Он утверждал, что если доллар останется резервной валютой, то дефицит платежного баланса продолжит расти. Данный парадокс обычно называют дилеммой Триффина [15].

Началом четвертого этапа развития валютной либерализации стали распад Бреттон-Вудской системы и распространение режима плавающего валютного курса, свойственного новой МВС. Юридически эта МВС была закреплена соглашением между членами МВФ на Ямайской конференции в Кингстоне в январе 1976 г.

К характерным особенностям Ямайской МВС относятся:

[6] What was decided at the Bretton Woods summit? URL: http://urlid.ru/aptg

[7] Кризис Бреттон-Вудской системы. URL: http://urlid.ru/apth

- демонетизация золота. Процесс демонетизации золота на международном уровне означал лишение золота роли всеобщего эквивалента и выведение его из денежного обращения, а также официальную отмену монетного паритета золота и запрет выражения режима валютного курса через него. Золото было исключено из устава МВФ как средство платежа. Демонетизация золота по сути представляет собой превращение его из финансового актива в товар, который перестает использоваться центральными банками стран в качестве средства платежа [16];
- введение специальных прав заимствования (SDR);
- предоставление странам права выбора режима валютного курса.

Одним из главных сторонников Ямайской системы, или постБреттон-Вудского периода, является М. Фридман, который активно критиковал Бреттон-Вудскую систему и режим фиксированного курса. Он утверждал, что интенсивно развивающиеся страны в режиме фиксированного валютного курса могут извлекать выгоду путем переложения части издержек на других членов системы. А при гибком курсе страны будут в полной мере чувствовать преимущества и издержки своей собственной денежно-кредитной политики. Фридман подчеркивал: «Я давно утверждаю, что основное преимущество гибкого валютного курса состоит в том, что при нем страна будет в полной мере чувствовать преимущества и недостатки проводимой денежно-кредитной политики. Ошибки, возникающие в ходе проведения страной денежной политики, не будут оказывать прямого воздействия на ее торговых партнеров, хотя в какой-то мере это повлияет на них косвенно, поскольку эти ошибки снижают привлекательность страны как торгового партнера» [14].

Но, несмотря на пропагандируемые сторонниками валютной либерализации ее преимущества, существуют и те, кто не разделяет эту точку зрения. Противники либерализации считают, что она может оказать негативное влияние на экономику страны.

Российский экономист В.С. Кузнецов утверждал, что режим плавающего валютного курса увеличивает степень подверженности валюты спекулятивным атакам [17].

Нобелевский лауреат Р. Манделл заявлял, что необходимы большие резервы для поддержания равновесия платежного баланса при использовании плавающего валютного курса [18].

Еще один лауреат Нобелевской премии Д. Стиглиц был уверен, что либерализация капитального счета никак не способствует увеличению экономического роста или уровня инвестиций, а связана она, прежде всего, с высоким уровнем экономической волатильности и риска. И большую часть этого риска принимают на себя наименее обеспеченные слои населения, особенно в развивающихся странах, где степень застрахованности от возможных рисков недостаточна [19].

Помимо явных сторонников и противников либерализации выделяется также третья группа так называемых «осторожных сторонников», которые считают, что успешное проведение процесса либерализации в развивающихся странах возможно при соблюдении определенных условий. Например, экономисты Ф. Агхион, П. Бачетта и А. Банарже отмечали, что экономика государства на промежуточной стадии развития больше подвержена воздействию внешних шоков, и переход к полной либерализация может привести к ее дестабилизации [20].

Критика процесса либерализации и предложения по реформированию мировой финансовой системы

С момента обвала Бреттон-Вудской системы в начале 1970-х гг. увеличение степени международной мобильности капитала и финансовая либерализация (другими словами – процесс глобализации) значительно изменили динамический процесс развития мировой экономики. По сути, процесс глобализации ограничил возможности государств по проведению макроэкономической политики для стимулирования эффективного спроса и увеличению занятости населения. Кроме того, в отсутствие государственной политики по стимулированию экономического роста и ограничения движения капитальных потоков международные спекулятивные потоки капитала создают серьезные монетарные проблемы, как это

было в случае с европейским денежным кризисом 1992–1993 гг., кризисом мексиканского песо в 1994–1995 гг., азиатского кризиса 1997 г., российского кризиса 1998 г., что привело к высокому уровню безработицы, неустойчивости валютных курсов, дисбалансам в показателях платежных балансов [21].

Согласно посткейнсианской точке зрения эти монетарные кризисы являются следствием проводимой в этих странах финансовой либерализации. Международная практика показывает, что международные финансовые институты (например, МВФ) не способны отслеживать возникающие в мире финансовые кризисы и принимать соответствующие меры по их преодолению [22].

Посткейнсианцы давно говорили о необходимости увеличения степени регулирования рынков капитала. Некоторые из них предлагали создать такие институты, как Международный финансовый надзорный орган (Итуэлл, Тэйлор), Международный клиринговый союз (Дэвидсон). По мнению посткейнсианцев, более комплексная реформа мировой финансовой системы необходима не только для стабилизации финансовых рынков и сокращения кризисов платежного баланса. Помимо этого, более закрытые капитальные счета позволят снизить уровень процентной ставки, расходы на обслуживание долга и предоставить больше возможностей для осуществления государственных инвестиций [23].

Каким же образом можно избежать нестабильности на финансовых и валютных рынках и противостоять финансовым кризисам в мировой экономике? С этой точки зрения интерес представляет революционный анализ Дж.М. Кейнса, в котором описан начальный элемент для построения новой мировой финансовой системы – она будет способна противостоять возникающим в мире финансовым кризисам, обеспечивая при этом полную занятость населения и экономический рост. На основе идей Кейнса посткейнсианская теория, преимущественно в трудах П. Дэвидсона[8] (Paul Davidson), предложила вариант реформирования мировой финансовой системы.

По сути П. Дэвидсон хочет создать систему, аналогичную Бреттон-Вудской, но с существенными изменениями. Он предлагает ряд мероприятий, реализация которых позволит сформировать систему, отвечающую критериям Дж.М. Кейнса.

Во многих своих трудах Дж.М. Кейнс предлагал схемы по реформированию мировой финансовой системы. Например, в работе «Трактат по монетарной реформе» (A Tract on Monetary Reform, 1923) он советовал отказаться от режима золотого стандарта. В другом исследовании – «Денежный трактат» (A Treatise on Money, 1930) – предложил открыть наднациональный центральный банк, который позволил бы поддерживать стабильность мировых цен. Однако наиболее значимым было его предложение о создании Международного клирингового союза[9] (International Clearing Union, 1944), который подразумевал использование единой валюты членами объединения. Именно это предложение Дж.М. Кейнса заслуживает особого внимания.

Продолжая двигаться в этом направлении, П. Дэвидсон развивает посткейнсианский подход к реформированию мировой финансовой системы. После системного обоснования динамичности открытой объединенной денежной системы (ОДС) и открытой необъединенной денежной системы (НОДС) Дэвидсон описывает основные правила для функционирования мирового денежного соглашения согласно ОДС. Объединенная денежная система, по мнению П. Дэвидсона, способна:

- предотвращать нехватку глобального эффективного спроса;
- обеспечить функционирование автоматического механизма распределения основного бремени по регулированию платежей между странами с положительным сальдо платежного баланса;
- предоставить возможность каждой стране отслеживать и при необходимости осуществлять контроль за движением капитала;

[8] Пол Дэвидсон (1930) – американский экономист, занимающийся исследованиями в макроэкономике, является одним из лидеров посткейнсианского экономического течения.

[9] Клиринговый союз – соглашение об урегулировании дисбалансов в международных расчетах между странами – членами союза.

- увеличивать количество ликвидных активов.

По сути, основная идея Дэвидсона состоит в создании мировой резервной валюты, Международной денежной клиринговой единицы (International Money Clearing Unit), которая может быть использована центральными банками, чьи счета отображены в центральной клиринговой организации как резервный актив для поддержания ликвидности. Каждый центральный банк должен гарантировать конвертируемость своей национальной валюты из клиринговой единицы, и все валютные операции обязаны проводиться через клиринговую организацию путем обмена клиринговых единиц на предпочитаемую валюту. Только центральные банки будут обладать правом осуществлять валютные операции, что позволит им контролировать международные потоки капитала и предотвращать спекуляции на финансовом рынке путем ограничения свободного передвижения капитала. Конечно, общественности в стране может потребоваться какая-то часть иностранной валюты, чтобы быть вовлеченной в международную торговлю, но уже центральные банки будут определять, какую часть иностранной валюты предоставить в свободное обращение [24].

Также П. Дэвидсон предлагал ввести так называемый «триггерный механизм», согласно которому страна-кредитор должна будет использовать свои избыточные кредитные ресурсы тремя способами: путем покупки товаров у любой другой страны в рамках международной платежной системы; путем инвестирования капитала в страны с дефицитом платежного баланса и предоставления им какой-либо помощи. Этот механизм является основным инструментом, гарантирующим, что экспортно-импортный дисбаланс может быть устранен без использования значительных антикризисных механизмов [23].

Положения, предложенные участниками посткейнсианского течения, создают условия, способные внести изменения в логику процесса финансовой либерализации. Реализация посткейнсианских идей позволит уменьшить международные потоки спекулятивного капитала, сократить степень предпринимательской неопределенности. Построенная таким образом мировая финансовая система, по мнению представителей посткейнсианского течения, помогла бы стабилизировать мировой уровень цен и более успешно осуществлять контроль за торговым циклом.

Таким образом, финансовая либерализация в XX в. являлась неотъемлемой частью финансово-экономической политики большинства стран мира. Причем первые признаки данного процесса приходятся на начало века. В течение всего этого времени финансовая либерализация проявлялась в различных формах и по-разному отражалась на экономиках проводивших ее стран. Именно неоднозначностью ее воздействия на экономики различных стран и обусловлена актуальность рассматриваемой в статье темы. И несмотря на наличие ряда преимуществ, которые может получить страна от проведения либерализации при определенных условиях, на практике финансовая либерализация сопряжена с определенными трудностями и может привести к негативным последствиям для экономики страны. По этой причине в экономической литературе также наблюдаются определенные расхождения во взглядах на процесс финансовой либерализации. По мнению авторов, именно представители посткейнсианского экономического течения наиболее достоверно охарактеризовали отрицательные черты процесса либерализации и обосновали необходимость внесения изменений в устоявшиеся подходы.

Список литературы

1. *Никулина С.И.* Опыт привлечения иностранных инвестиций в КНР // Финансовый журнал. 2014. № 3. С. 167–175.

2. *Brockmeijer J., Marston D., Ostry J.D*. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows // IMF Working Paper. March 13. 2012. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf.

3. *Bordo M.D*. The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today. Federal Reserve Bank of St. Louis. 1981. URL: https://research.stlouisfed.org/publications/review/81/05/Classical_May1981.pdf.

4. *Obstfeld M., Taylor A.M*. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth. Cambridge. Cambridge University Press, 2004. 354 p.

5. *Eichengreen B*. The Comparative Performance of Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes: Interwar Evidence. NBER Working Paper. 1989. № 3097. URL: http://www.nber.org/papers/w3097.pdf.

6. *Eichengreen B.J*. Did Speculation Destabilize the French Franc in the 1920's? // Explorations in Economic History. 1982. № 19. P. 71–100.

7. *Nurkse Ragnar*. International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period. Geneva. League of Nations, 1944.

8. *Friedman Milton*. Essays in Positive Economics. Chicago. The University of Chicago Press, 1953. 334 p.

9. *Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh, Alan M Taylor*. Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period // IMF Staff Papers. 2004. Vol. 51. Special Issue. URL: https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2003/00-00/ost.pdf.

10. *Гершанович Е.А.* Валютная либерализация: за и против. URL: http://www.lib.tpu.ru/fulltext/v/Bulletin_TPU/2007/v310/i1/51.pdf.

11. *Eichengreen B*. Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919–1939 (Studies in Macroeconomic History). Cambridge University Press, 1993. 348 p.

12. *Guitián Manuel*. The Challenge of Managing Global Capital Flows // Finance&Development, International Monetary Fund. 1998. Vol. 35. № 2. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/guitian.htm.

13. *Bordo M.D., Schwartz A.J*. Monetary policy regimes and economic performance: the historical record // NBER Working Paper. 1997. № 6201. URL: http://www.nber.org/papers/w6201.pdf.

14. *Friedman Milton, Mundell Robert*. "Nobel Money Duel: Why Bretton Woods Failed". URL: http://0055d26.netsolhost.com/friedman/pdfs/other_academia/NP.12.15.2000.b.pdf.

15. *Triffin R*. Gold and the dollar crisis: yesterday and tomorrow // Essays in International Finance. 1978. № 132.

16. *Чувахина Л.Г.* Роль золота в мировой валютной системе // Финансовый журнал. 2013. № 3. С. 29–36.

17. *Кузнецов В.С.* Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. М.: Финансы и статистика, 1990. 200 с.

18. *Mundell R.A*. The International Monetary System and the Case for a World Currency. URL: http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf.

19. *Stiglitz J.E.* Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk without Reward // The Annals of the American Academy. 2002. № 579. P. 219–248. URL: https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2002_Capital_Market_Liberalization.pdf.

20. *Tswamuno D.T., Pardee S., Wunnava P.V.* Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience // International Journal of Applied Economics. 2007. № 4. P. 75–89.

URL: http://www2.southeastern.edu/orgs/ijae/index_files/IJAE%20SEPT%202007%20A6%20FINAL%20OK%2010-16-07%20SAliberalizationOct1507new.pdf.

21. *Antonio José Alves, Jr., Fernando Ferrari Filho, Luiz Fernando R. de Paula*. The Post Keynesian critique of conventional currency crises models and Davidson's proposal to reform the international monetary system // Journal of Post Keynesian Economics. 2000. № 22. P. 207–226. URL: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/the_post_keynesian_critique_of_conventional.pdf.

22. *Fernando Ferrari Filho*. A critique of the proposal of monetary union in Mercosur: a Post Keynesian view. URL: http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2000_04.pdf.

23. *Alcino F. Camara Neto, Matias Vernengo.* Fiscal Policy and the Washington Consensus: A Post Keynesian Perspective // University of Utah, Department of Economics Working Paper Series // Working Paper. № 2004-09. URL: http://zunia.org/sites/default/files/media/node-files/wa/164324_washington%20consensus%20and%20keynesian%20economics1.pdf.

24. *Jaglinska D., Motyovszki G.* The Washington Consensus – A Post Keynesian Perspective, 2010. URL: http://www.academia.edu/3357652/The_Washington_Consensus_-_A_Post_Keynesian_Perspective.

ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

World Monetary System

HISTORIC STAGES OF THE FINANCIAL LIBERALIZATION PROCESS AND THEORETICAL APPROACHES TO ITS ASSESSMENT

Timur R. URUMOV[a,•], Ivan D. RAKOV[b]

[a] Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
TUrumov@nifi.ru

[b] Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
rakov@nifi.ru

[•] Corresponding author

Article history:
Received 19 August 2015
Accepted 1 September 2015

JEL classification: F02, F31, F33, F36, F60, N40

Keywords: stages, financial liberalization, floating exchange rate, international monetary system, international reserve currency

Abstract

Subject The article addresses the financial liberalization process and its main historic stages. During the 20th century, financial liberalization in a varying degree was observed in many different countries; however, sometimes its results were far from being unambiguous.

Objectives The main purpose of the article is to define advantages and disadvantages of financial liberalization in different periods of time.

Methods The retrospective analysis of financial liberalization development based on consideration of major stages of the international financial system's evolution served as a methodological basis of the study.

Results We analyzed and described all international monetary systems that existed in different periods of time. The article presents the views of both the followers and opponents of the financial liberalization, critical comments made by post-Keynesian economists and their suggestions on reforming the international financial system.

Conclusions and Relevance The findings enable to conclude on the ambiguous impact of liberalization on the economy and to identify its significant disadvantages.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Nikulina S.I. Opyt privlecheniya inostrannykh investitsii v KNR [China's experience in attracting foreign investments]. *Finansovyi zhurnal = Financial Journal*, 2014, no. 3, pp. 167–175.
2. Brockmeijer J., Marston D., Ostry J.D. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. *IMF Working Paper*, March 13, 2012. Available at: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf.
3. Bordo M.D. The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today. Federal Reserve Bank of St. Louis. 1981. Available at: https://research.stlouisfed.org/publications/review/81/05/Classical_May1981.pdf.
4. Obstfeld M., Taylor A.M. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth. Cambridge, Cambridge University Press, 2004, 354 p.
5. Eichengreen B. The Comparative Performance of Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes: Interwar Evidence. *NBER Working Paper*, 1989, no. 3097. Available at: http://www.nber.org/papers/w3097.pdf.
6. Eichengreen B.J. Did Speculation Destabilize the French Franc in the 1920's? *Explorations in Economic History*, 1982, no. 19, pp. 71–100.
7. Nurkse Ragnar. International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period. Geneva, League of Nations, 1944.
8. Friedman Milton. Essays in Positive Economics. Chicago, The University of Chicago Press, 1953, 334 p.
9. Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor. Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period. *IMF Staff Papers*, 2004, vol. 51, Special Issue. Available at: https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2003/00-00/ost.pdf.
10. Gershanovich E.A. *Valyutnaya liberalizatsiya: za i protiv* [Currency liberalization: pros and cons]. Available at: http://www.lib.tpu.ru/fulltext/v/Bulletin_TPU/2007/v310/i1/51.pdf. (In Russ.)

11. Eichengreen B. Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919–1939 (Studies in Macroeconomic History). Cambridge University Press, 1993, 348 p.

12. Guitián Manuel. The Challenge of Managing Global Capital Flows. *Finance&Development,* International Monetary Fund, 1998, vol. 35, no. 2. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/guitian.htm.

13. Bordo M.D., Schwartz A.J. Monetary policy regimes and economic performance: the historical record. *NBER Working Paper*, 1997, no. 6201. Available at: http://www.nber.org/papers/w6201.pdf.

14. Friedman Milton, Mundell Robert. "Nobel Money Duel: Why Bretton Woods Failed". Available at: http://0055d26.netsolhost.com/friedman/pdfs/other_academia/NP.12.15.2000.b.pdf.

15. Triffin R. Gold and the dollar crisis: yesterday and tomorrow. *Essays in International Finance*, 1978, no. 132.

16. Chuvakhina L.G. Rol' zolota v mirovoi valyutnoi sisteme [The role of gold in the global monetary system of the twenty-first century]. *Finansovyi zhurnal = Financial Journal*, 2013, no. 3, pp. 29 –36.

17. Kuznetsov V.S. *Mirovaya valyutnaya sistema kapitalizma: pod znakom "dolgovogo" krizisa* [The world monetary system of capitalism: under the sign of the "debt" crisis]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 1990, 200 p.

18. Mundell R.A. The International Monetary System and the Case for a World Currency. Available at: http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf.

19. Stiglitz J.E. Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk without Reward. *The Annals of the American Academy,* 2002, no. 579, pp. 219–248. Available at: https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2002_Capital_Market_Liberalization.pdf.

20. Tswamuno D.T., Pardee S., Wunnava P.V. Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience. *International Journal of Applied Economics,* 2007, no. 4, pp. 75–89. Available at: http://www2.southeastern.edu/orgs/ijae/index_files/IJAE%20SEPT%202007%20A6%20FINAL%20OK%2010-16-07%20SAliberalizationOct1507new.pdf.

21. Antonio José Alves Jr., Fernando Ferrari Filho, Luiz Fernando R. de Paula. The Post Keynesian critique of conventional currency crises models and Davidson's proposal to reform the international monetary system. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2000, no. 22, pp. 207–226. Available at: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/the_post_keynesian_critique_of_conventional.pdf.

22. Fernando Ferrari Filho. A critique of the proposal of monetary union in Mercosur: a Post Keynesian view. Available at: http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2000_04.pdf.

23. Alcino F. Câmara Neto, Matias Vernengo. Fiscal Policy and the Washington Consensus: A Post Keynesian Perspective. University of Utah, Department of Economics, Working Paper Series. *Working Paper*, 2004, no. 2004-09. Available at: http://zunia.org/sites/default/files/media/node-files/wa/164324_washington%20consensus%20and%20keynesian%20economics1.pdf.

24. Jaglinska D., Motyovszki G. The Washington Consensus – A Post Keynesian Perspective, 2010. Available at: http://www.academia.edu/3357652/The_Washington_Consensus_-_A_Post_Keynesian_Perspective.