

## ИНТЕГРАЦИЯ КАПИТАЛА И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ

Ускоряющаяся интеграция национальных рынков капитала, как правило, не является причиной валютных кризисов, но несет в себе потенциал их усиления и учащения. Даже усиленно развивающиеся и интегрирующиеся с мировым хозяйством страны очень рискуют, открывая свою экономику для международных потоков капитала. Условия мобильности капитала, открывающие новые возможности для формирующихся рыночных экономик, одновременно таят в себе и новые опасности, связанные с валютными кризисами.

Валютные кризисы так же стары, как и сами валюты. Они происходили даже тогда, когда еще не существовали центральные банки, а в качестве главного платежного средства обращались банкноты, выпускавшиеся негосударственными банками. Валютный кризис имеет место при резком падении стоимости национальной денежной единицы в результате потери доверия к ней фирм и населения. В мире, где существует не одна, а множество денежных единиц (валют), резкое падение обменного курса и истощение валютных резервов являются верными признаками кризиса. Под валютным кризисом, как правило, понимается падение курса национальной валюты на 25-30% и более за несколько месяцев и такое же резкое сокращение валютных резервов.

Для целей настоящего исследования необходимо дать общую типологию валютных кризисов, разделив их на четыре типа:

- кризис платежного баланса (собственно валютный);
- финансовый, или кризис внешней государственной задолженности, ведущий к валютному;

- банковский или кризис внешней задолженности частных заемщиков, который при определенных условиях тоже может вылиться в валютный;
- кризис внутреннего, т.е. номинированного в национальной валюте, долга (частного или государственного).

Кризис первого типа – собственно валютный – может произойти даже и без международного движения капиталов, без кредиторов, заемщиков и банков. Единственное условие такого кризиса – фиксация курса валюты центральным банком или плавающий курс, определяемый не только рынком (спросом и предложением), но и интервенциями центрального банка на уровне, противоречащем другим целям монетарной политики. Если, скажем, расширение денежной массы в данной стране идет быстрее, чем в других, спрос на валюту будет превышать ее предложение, так как цены в данной стране будут повышаться по сравнению с мировыми, что сделает невыгодным экспорт и выгодным импорт. Возможности поддержания фиксированного курса в такой ситуации определяется только величиной валютных резервов центрального банка. Как правило, их хватает на несколько месяцев финансирования импорта и на несколько дней финансирования оттока капитала.

Создание и хранение валютных резервов, конечно же сопряжено с издержками. Средства, расходуемые центральными банками на приобретение золота и иностранной валюты, могли бы принести более высокий процентный доход при инвестировании внутреннего рынка или быть использованы для финансирования внутренних инвестиций. Вот почему объемы валютных резервов, как правило, не превышают величины, эквивалентной стоимости импорта за несколько месяцев и вывоза капитала в течении нескольких дней.

При повышательном давлении на денежную единицу страны центральный банк может защищать ее обменный курс, покупая иностранную валюту за национальную, т.е. накапливая валютные резервы. При этом центральному банку необходимо учитывать, с одной стороны, возможные инфляционные последствия своих действий: при прочих равных условиях (в отсутствии стерилизации денежной массы, происходящего из-за покупки валюты) закупка резервов центральным банком осуществляется за счет выпуска новых денег в обращение, что ведет к росту цен. С другой стороны, если центральный банк стерилизует увеличение денежной массы, происходящее из-за покупок валюты, т.е. одновременно продает государственные облигации на ту же сумму, то возникает опасность порочного круга: продажа облигаций ведет к повышению национальных процентных ставок, что в свою очередь, вызывает приток капитала из-за границы, ведущий к новому увеличению резервов, к необходимости новой стерилизации и т.д. К тому же если правительство имеет внутренний долг, то его обслуживание обходится дороже в связи с ростом национальных процентных ставок, что может вызвать увеличение бюджетных дефицитов, финансирование которых ведет к новому росту процентных ставок.

Кроме того, центральный банк должен учитывать, что резкое понижение/повышение курса национальной валюты также сопряжено с издержками: изменение условий торговли может вызвать спад производства и инфляцию, а изменение стоимости финансовых активов, номинированных в иностранной валюте, чревато неспособностью заемщиков оплатить кредиты. Последнее может привести к долговому и банковскому кризисам.

Способность поддерживать валютный курс на неизменном уровне зависит от того, насколько другие ориентиры макроэкономической политики совместимы (или несовместимы) с поддержанием фиксированного обменного курса. Здесь

же отметим, что спекулянты, обладая информацией об уменьшении размеров валютных резервов, занимают средства в национальной валюте и тут же переводят их в иностранную, надеясь, что к моменту возвращения кредитов национальная валюта подешевеет (девальвация) и таким образом на разнице курсов можно будет получить прибыль. Безусловно, такие спекулятивные операции только ускоряют девальвацию.

Механизм, связывающий бюджетные дефициты с дефицитами по балансу текущих операций, был описан еще в модели Ж. Полака (*Polak*, 1957), которая в последующем использовалась МВФ для разработки программ стабилизации. Монетизация бюджетных дефицитов, т. е. их погашение за счет денежной эмиссии, ведет к инфляции, ухудшению условий торговли (из-за более быстрого роста внутренних цен) и дефициту по балансу текущих операций. Стандартными рекомендациями в данном случае являются сокращение бюджетного дефицита и ужесточение монетарной политики.

Однако важно отметить, что кризис платежного баланса может произойти и без бюджетных дефицитов: если темпы роста цен в данной стране выше, чем в странах – торговых партнерах (неважно, по какой причине – из-за инфляции издержек или же из-за либеральной монетарной политики), условия торговли и платежный баланс по текущим операциям ухудшаются, что раньше или позже должно привести к подрыву валютного курса.

Именно такой незамысловатый кризис платежного баланса и произошел в России в августе 1998 года: переоцененный с конца 1995 года (вскоре после введения валютного коридора) рубль подорвал в конце концов конкурентоспособность экспорта (с 1997 года его рост прекратился) и ухудшил баланс текущих операций (он стал отрицательным в первой половине 1998 года), что привело к оттоку капитала в ожидании девальвации. Валютные резервы, бывшие и до кризиса не такими уж значительными (15 млрд. долл. в начале 1998 года), стали снижаться, четырехмиллиардный кредит МВФ, выданный в июле и целиком направленный на пополнение резервов, был почти полностью израсходован за четыре недели, и вынужденная девальвация, наконец, была осуществлена 17 августа с большим опозданием.

Этот чисто валютный кризис должен был бы и остаться таковым, если бы реакция правительства и Банка России была адекватной (только девальвация). Однако они перестарались, объявив дефолт по краткосрочным (а далее и по долгосрочным) обязательствам и мораторий на обслуживание банковских обязательств, хотя ни долговой, ни банковский кризисы в ближайшей перспективе не вырисовывались. В итоге после дефолта и моратория разразились и долговой, и банковский кризисы.

Российских валютный кризис, хотя и стал самым впечатляющим, не был ни единственным, ни первым валютным кризисом в переходных экономиках. До августа 1998 года валютные кризисы произошли в Болгарии и Румынии в 1996 – 1997 годах, на Украине и в Беларуси в 1997 – 1998 годах, а после девальвации российского рубля кризис распространился на многие страны СНГ (Кыргызстан и Грузия – ноябрь-декабрь 1998 года, Казахстан – апрель 1999 года).

Валютный кризис второго типа, вызванный ростом внешней задолженности государства или частного сектора, происходит из-за чрезмерного накопления государственного долга, когда у инвесторов возникают сомнения в способности или желании правительства регулярно обслуживать свою задолженность. Неожиданная потеря доверия к государству-заемщику кредиторами вызывает стремление последних вернуть свои неожиданно ставшие более рискованными

вложения досрочно, что в свою очередь равносильно атаке на валюту и может привести к истощению резервов и валютному кризису.

Необходимо различать кризисы, вызванные чрезмерным ростом внешнего и внутреннего долга государства. Если долг деноминирован в валюте – отток капитала в ожидании дефолта (и/или девальвации) ведет к истощению резервов и к материализации призрака девальвации. Если же обязательства правительства номинированы в национальной валюте, то инвесторы, беспокоясь о финансировании дефицитов за счет печатного станка (что, в конце концов, ведет к инфляции и девальвации), переводят свои вложения из национальной валюты в иностранную, ускоряя тем самым девальвацию. Так, мексиканский песо, и валюты других латиноамериканских стран в 1994 – 1995 годах и раньше (во время долгового кризиса начала 80-х годов), даже если они и не были переоценены, были подорваны в основном в результате действия этого долгового механизма.

При этом решающую роль играет не столько сама абсолютная (или даже относительная в процентах к ВВП) величина государственного долга, сколько перспективы его снижения/повышения, или, точнее даже сказать, господствующие среди инвесторов представления о его изменении. Если политическая ситуация такова, что жесткая бюджетная и кредитно-денежная политика, которая может привести к замедлению экономического роста и повышению безработицы, малопопулярна, у инвесторов будут основания ожидать инфляционного финансирования дефицитов и обесценения государственного долга, номинированного в национальной валюте.

По мнению известного американского экономиста П.Кругмана, валютные кризисы, вызванные накоплением государственного долга, описываются так называемыми моделями второго поколения (Krugman, 1997)<sup>1</sup>. Эти модели основаны на сопоставлении выгод и издержек отказа от твердого курса: как только инвесторы убеждаются в том, что выгоды от девальвации для правительства (в виде обесценения долга, деноминированного в национальной валюте) перевешивают издержки (рост цен, повышение стоимости обслуживания инвалютного долга), они атакуют валюту, вызывая кризис.

Модели «второго поколения», описывающие такого рода кризисы госдолга, также интересны тем, что допускают возможность множества равновесных состояний и неблагоприятного устойчивого равновесия при определенных изменениях в экономической политике и/или в ожиданиях инвесторов. Разработка этих моделей в экономической литературе была ответом на кризис европейского механизма валютных курсов (*Exchange Rate Mechanism – ERM*), который разразился в 1992 году в условиях благополучных макроэкономических показателей, но который все равно заставил Великобританию и Италию выйти из ERM.

Валютный кризис, вызванный чрезмерным увеличением внешнего долга частных фирм и банков, может произойти даже когда с государственной задолженностью все в порядке. С таким валютным кризисом третьего типа столкнулись многие азиатские страны в 1997 – 1998 годах; экономисты, как это часто бывает, оказались не вполне готовы к объяснению происшедшего, поэтому модели «второго поколения» пришлось тоже пересматривать.

---

<sup>1</sup> Стандартная модель описана в (Obstfeld, 1994). Модели первого и второго поколения примерно совпадают с делением кризисов на первый и соответственно второй тип, но разница в том, что модели фиксируют главным образом механизм развития кризисов, типы – их причины.

По мнению того же П. Кругмана, валютные кризисы в Азии были лишь частью более широкого финансового кризиса, который имел мало общего с чисто валютными или даже с чисто монетарными проблемами, но, скорее, был связан с проблемами, «которые обычно игнорируются при анализе валютного кризиса: роль финансовых посредников (и психологический риск – возникающий, когда эти посредники плохо регулируются) и роль цен на реальные активы, такие, как капитал и земля». Азиатские потрясения, таким образом, вызваны не бюджетными дефицитами, как в моделях «первого поколения», и не макроэкономическими соблазнами, как в моделях «второго поколения». Они вызваны чрезмерным ростом и последующим коллапсом цен всех активов, причем собственно валютные кризисы были, скорее, симптомами болезни, а не ее причинами.

В этой связи Индонезия, пожалуй, является самым характерным примером. Непосредственно перед кризисом 50% всего индонезийского внешнего долга приходилось на частный сектор, причем 79% этого долга падало на заимствования частных корпораций, а не банковской системы. Даже если бы Индонезии удалось избежать банковского кризиса (чего в действительности не произошло), ее валюта – рупия – все равно бы оказалась под угрозой девальвации из-за чрезмерной внешней задолженности конгломератов – объединений частных нефинансовых фирм.

Валютный кризис четвертого типа, вызванный ростом внутреннего долга, тесно связан с предыдущим, во-первых, потому, что при чрезмерном накоплении государственной задолженности, номинированной в национальной валюте, и недостаточности доходов государственного бюджета для обслуживания этой задолженности вероятнее всего долг будет финансироваться за счет монетизации бюджетных дефицитов, а это, в конце концов, приведет к инфляции и девальвации.

Во-вторых, накопление номинированных в национальной валюте долгов частным сектором тоже далеко не безопасно с точки зрения стабильности валюты. Недоверие населения к национальной валюте может в какой-то момент спровоцировать «набег» вкладчиков на банки с целью изъятия своих депозитов, номинированных в национальных денежных единицах. А это чревато банковским кризисом, при котором давление на валюту неизбежно возрастает, и потому, что банки могут иметь внешнюю задолженность, возврат которой окажется под вопросом, и потому, что схемы гарантий депозитов вкладчиков могут потребовать дополнительных государственных расходов, а это опять-таки делает более осязаемым призрак инфляции и девальвации.

Важнейшим условием превращения внутринационального банковского кризиса или любого другого кризиса частной задолженности в валютный кризис является либерализация движения капитала в страну и особенно из страны, или высокая степень конвертируемости валюты по капитальным операциям.

Под такой либерализацией понимается снятие ограничений, с одной стороны, на деятельность национальных финансовых институтов, а с другой – на конвертируемость валюты по капитальным операциям, т.е. на обмен национальных денежных знаков на иностранную валюту, не связанный с торговыми сделками.

При слабости национальной банковской системы и набеге вкладчиков на банки у последних, как отмечалось, возникает желание перевести свои сбережения в валютные финансовые инструменты из-за недоверия к национальной валюте, даже если никаких проблем с обслуживанием внешнего долга (между национальными заемщиками и международными кредиторами) не возникает. При отсутствии ограничений на вывоз капитала финансовые активы, номинированные в националь-

ной валюте, будут переводиться в иностранные валюты, так что внутригосударственный банковский кризис неизбежно приведет к валютному.

Напротив, если существует контроль за движением капитала, национальный кредитный/банковский кризис не должен обязательно привести к валютному. В Восточной Азии Китай представляет собой наилучший пример страны, в которой слабая банковская система сочетается с контролем над движением капитала, что, как часто подчеркивается, позволило Китаю остаться в стороне от восточно-азиатских валютных потрясений. Накануне валютных кризисов в Восточной Азии, по имеющимся оценкам, от 40 до 50% всех активов китайских банков были проблематичными. Однако ни валютные резервы Китая, ни обменный курс юаня не снизились во время валютных кризисов в других странах региона в 1997 – 1998 годах, так как Китай жестко контролировал движение капитала. Кстати, юань до сих пор не является конвертируемой валютой не только по капитальным, но и по текущим операциям.

Предложенная типология валютных кризисов, конечно, условно-относительная, так как каждый конкретный кризис оказывается сочетанием всех четырех описанных типов, помноженных к тому же на ожидания и «стадное поведение» инвесторов. В связи с этим порой отделить один тип кризиса от другого в каждом конкретном случае бывает не так просто.

Из опыта валютных кризисов, происшедших в мире в самом конце XX столетия, страны с переходной экономикой должны извлечь как минимум два основных урока. Во-первых, урок из собственного опыта, свидетельствующего о недопустимости продолжительного повышения реального валютного курса и поддержания завышенного валютного курса: этот курс, часто называемый наиглавнейшей ценой в открытой экономике, – слишком важный инструмент экономической политики, чтобы использовать его только для борьбы с инфляцией. Во-вторых, урок из опыта стран Восточной Азии, показывающего возможность наступления неортодоксальных валютных кризисов, которые еще не наблюдались в странах с переходной экономикой, но могут разразиться даже при абсолютно благополучных макроэкономических показателях из-за того, что частные банки и компании не в состоянии предусмотреть все последствия рискованных займов и кредитов.

Таким образом, опыт валютных кризисов в странах с переходной экономикой интересен прежде всего им самим, поскольку остальной мир и экономическая наука уже знакомы с такого рода ортодоксально-традиционными кризисами. Опыт Восточной Азии, напротив, представляет интерес для всех стран, в том числе и с переходной экономикой, поскольку для экономической науки и мировой хозяйственной практики эти нетрадиционные кризисы – относительно новый феномен, требующий осмысления и выработки адекватной политики.

Ни сами валютные кризисы, ни издержки, с ними связанные, ни резкий поворот в настроениях иностранных инвесторов, приведший к обвальному изменению мировых потоков капитала, нельзя признать нормальной и неизбежной структурной перестройкой. Изменения в мировом хозяйстве не должны происходить в столь разрушительных формах и с такими высокими издержками. Анализ причин валютных кризисов должен помочь мобилизовать политическую волю на национальном уровне для выработки эффективной макроэкономической политики, и на международном уровне – для создания в XXI веке более стабильной системы международных финансовых отношений.

## SUMMARY

*The article deals with currency crisis, their causes, types and lessons being under author's consideration.*