

# ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ В МЕЖДУНАРОДНОЙ СИСТЕМЕ ФИКСИРОВАННЫХ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ\*

Райнер Швайкерт

**В** рыночной экономике решение о выборе инвестировать или потреблять определяется уровнем цен и зависит от него. Колебания валютного курса и среднего уровня цен могут, таким образом, значительно ухудшить, замедлить экономическое развитие. Это объясняет постоянно повторяющуюся попытку установления твердых валютных паритетов. В то же время изучение кризисов финансовых рынков показывает, что финансовые и валютные кризисы тесно взаимосвязаны. Значительный риск стабильности финансовой системы исходит из самой системы фиксированных валютных курсов, ибо ее недостатки, как правило, приводят к сильным финансовым кризисам. В таком "напряжении" (*Spannungsfeld*) проводилась политика обменного курса на протяжении всего XX в.:

— после нескольких валютных кризисов пришлось отказаться от системы твердых соотношений (фиксированных валютных курсов) в рамках золотого стандарта;

— плавающие валютные курсы, в свою очередь, привели к бесконечной девальвации и, в конце концов, к сильной депрессии;

— попытка развитых промышленных стран закрепить твердое соотношение в рамках Бреттонвудской системы в послевоенное время потерпела неудачу, так же, как и Европейская валютная система в конце 1990-х гг.;

— в начале 1980-х гг. в странах с переходной экономикой после падения системы фиксированных валютных курсов из-за кризиса задолженности доминирующее положение заняла система плавающих валютных курсов, но к 1990-м гг. была возрождена система фиксированных курсов;

— после сильного валютного кризиса в странах Латинской Америки, а также во многом неожиданного кризиса в Азии необходимо было отказаться от попытки ограничения валютных колебаний.

Можно ли, в принципе, не поддерживать фиксированный валютный курс, и приведет ли это неизбежно к валютному кризису, а в результате к еще большим колебаниям валютного курса, как в случае, если бы это был плавающий валютный курс? Практика применения теоретических программ в промышленно развитых странах (Бреттонвудская система, Европейская валютная система, целевые валютные зоны) и в развивающихся странах (абсолютно фиксированное и управляемое соотношение, *Currency Board*) показывает, что фиксированные валютные курсы улучшают шансы развивающихся стран на экономическое развитие, но вносят элемент риска в экономическую стабильность обеих групп стран.

## 1. Системы фиксированных валютных курсов в индустриальных странах

### Бреттонвудская система и Европейская валютная система (ЕВС): провал асимметричных систем фиксированных валютных курсов

Система фиксированных валютных курсов в развитых странах представляет собой, как правило, попытку установления твердых соотношений между валютами какой-либо определенной группы стран. Однако принципиальной проблемой установления твердых валютных паритетов является то, что соотношение валют третьих стран, так же, как, например, денежная политика, остается неопределенным. При асимметричной системе фиксированных валютных курсов данная проблема решается путем определения базовой, "якорной" валюты (*Ankerwährung*). Данное определение либо осуществляется в результате проводимой экономической политики, либо устанавливается исходя из условий рынка. Трудности такого "якорного" установления можно показать на примере Бреттонвудской системы (назначение доллара в рамках экономической политики) и ЕВС (рыночное выделение немецкой марки).

Бреттонвудская система включала основные элементы системы золотого стандарта<sup>1</sup>:

— установление твердого соотношения между американским долларом и единицей золота (35 долларов США за тройскую унцию) и обязательства правительства США покупать и продавать доллар по установленному курсу к золоту;

— установление фиксированных соотношений других валют к доллару США и обязательство поддерживать данный курс, при этом колебания валютных курсов возможны только в пределах  $\pm 1\%$  относительно установленного паритета;

— изменение курса валюты только в случае фундаментального неравновесия платежного баланса, причем изменения более чем на 10% возможны только с разрешения МВФ, краткосрочный дефицит платежного баланса может быть профинансирован за счет кредитов МВФ.

Решающей причиной краха Бреттонвудской валютной системы стало то, что не все страны поддерживали направление денежной политики США<sup>2</sup>. С середины 1960-х гг. США стали финансировать дефицит государственного бюджета, возникший вследствие войны во Вьетнаме и проводимой широкой социальной программы, посредством ускоренной денежной экспансии. В результате США стали причиной инфляции, американский доллар значительно потерял покупательную способность и установление цен в золотом эквиваленте стало иллюзией.

Швайкерт Райнер — доктор экономики, руководитель отдела стабилизационной и структурной политики Института мировой экономики при Кильском университете (ФРГ)

\* Перевод с немецкого аспиранта кафедры международных экономических отношений факультета международных отношений Белорусского государственного университета Анны Данильченко под редакцией доктора экономических наук А. В. Данильченко

Однако при системе фиксированных валютных курсов страна не может разъединить свою валюту с "якорной" валютой, подверженной инфляции. Импорт инфляции осуществляется в случае неравновесия платежного баланса. Страна с низким уровнем инфляции более конкурентоспособна на мировом рынке, цены на котором не так сильно возросли, по сравнению со страной базовой валюты. Следовательно, сальдо торгового баланса становится активным, и поступает валюта. При системе фиксированных валютных курсов центральный банк экономически стабильной страны вынужден скупать поступающую валюту, увеличивая таким образом количество обращаемой национальной валюты. Инфляция возрастает в данном случае даже в ранее стабильной стране. В Германии в 1960-е гг. Федеральный банк (Бундесбанк — центральный банк ФРГ) предугадал увеличение денежной массы, произошедшее в результате сдерживания роста валютных резервов в США. Рост валютных резервов в экономически стабильной стране соответствует снижению валютных резервов в стране с нестабильной экономикой.

Сила этой дивергенции в 1960-е гг. повлекла за собой большое количество волн спекуляций, которые вместе с ревальвацией немецкой марки по отношению к доллару США привели к краху валютной системы в 1971 г. Данные волны спекуляции усиливались в связи с тем, что твердые соотношения между валютами были уже установлены и, таким образом, спекуляции не приводили к риску, так как все участники рынка имеют представление о тех или иных изменениях обменного курса.

Но и без волн спекуляции различия в развитии темпов инфляции оказывают значительное влияние на потоки капитала. В рамках Бреттонвудской валютной системы денежная политика страны базовой валюты в принципе основывалась на положениях теории золотого стандарта. Нереально низкие цены на золото, выраженные в американских долларах, в конечном счете должны были привести к тому, что США постоянно продавали бы золото за национальную валюту, вследствие чего денежная масса и уровень инфляции в США автоматически должны были уменьшиться. С 1963 г. в США были введены ограничения на продажу золота и сильный контроль за международным движением капитала.

Важно подчеркнуть, что при системе фиксированных валютных курсов базовая валюта, подверженная инфляции, всегда вызывает волны спекуляции. Это происходит потому, что стабильные валюты постоянно находятся под страхом ревальвации, возможной в том случае, если страны этих валют не будут следовать денежной политике страны базовой, "якорной" валюты. Чтобы избежать этого, необходимо ограничить потоки капиталов, в результате чего происходит снижение благосостояния. В противном случае волны спекуляции приведут к изменению установленных паритетов. Фиксирование валютного курса, свободная миграция капиталов и автономная денежная политика несовместимы — попытка найти квадратуру круга приводит лишь к значительным нарушениям в движении капиталов.

Европейская валютная система потерпела крах по иным причинам, нежели Бреттонвудская валютная система<sup>3</sup>. Собственно началом системы фиксированных валютных курсов является 1987 г. До того времени происходили частые корректировки соотношений, а контроль за движением капитала в основном обеспечивался Францией и Италией. После 1987 г. корректировки

больше уже не проводились, ибо валютная система после кризиса 1992—1993 гг. окончательно развалилась, когда допустимый коридор колебаний валютного курса  $\pm 2,25\%$  увеличился до  $\pm 15\%$ .

Как и в Бреттонвудской валютной системе, была выбрана базовая, "якорная" валюта — немецкая марка, что было вызвано не политическими факторами, а сложившимися на рынке условиями большого влияния немецкой марки в рамках валютной системы и низкого уровня инфляции в Германии.

В этом случае "якорная" валюта устанавливает также низкий уровень инфляции, к которому остальные участники должны стремиться, так как невозможно проведение автономной денежной политики при свободном движении капитала и фиксированном валютном курсе. Напряженность, проявившуюся в системе начиная с 1990 г., можно наглядно показать на примере Франции. С 1990 г. во Франции наблюдалась рецессия, в то время как в Германии проводилась экспансивная фискальная политика в рамках объединения. Если бы впрямь денежная политика Бундесбанка придерживалась курса экспансивной фискальной политики, то денежная политика Франции также могла бы стать экспансивной. На практике же проявилось предпочтение Бундесбанком стабильности цен. Как и в 1980-е гг. в США, такая смешанная политика привела к ревальвации немецкой марки и тенденции обесценения французского франка. В разгар рецессии Центральный банк Франции вынужден был также поддерживать обменный курс по отношению к немецкой марке, что привело к тому, что уровень инфляции во Франции стал ниже, чем в Германии. Как и в Бреттонвудской валютной системе, в данном случае ясность возможного изменения соотношений, девальвации французского франка, привела к безрисковым спекуляциям.

Такого рода спекуляции часто называют самореализовавшимися (*self-fulfilling*). Но это только в том случае, когда система фиксированных валютных курсов является асимметричной, как Бреттонвудская валютная система и ЕВС. Обычно интервенции французского Центробанка — продажа немецких марок за французские франки — приводят к увеличению количества немецких марок, а денежная политика Германии, по сути автономная, становится экспансивной. В распоряжении Франции средства в рамках "Very Short-Term Financing Facility", с помощью которых Франция может занять немецкие марки у Германии — система формально является симметричной. Однако Бундесбанк осуществляет свой курс на стерилизацию интервенций Центробанка Франции. Французский Центральный банк также теряет резервы иностранной валюты, в то время как Бундесбанк увеличивает свои иностранные резервы. В такой ситуации валютный кризис ясно показывает, что корректировка паритетов неизбежна, когда два центральных банка снижают установленный уровень валютных резервов. Спекуляции оправдываются и тогда, когда ревальвируемая валюта не готова предоставить в распоряжение ликвидные средства для защиты паритетов.

**Вывод.** Исследуя Бреттонвудскую валютную систему и Европейскую валютную систему, можно констатировать, что система фиксированных валютных курсов тем стабильнее, чем единообразнее подходы к денежной политике стран-участниц и чем более связаны или (соответственно) симметричны механизмы вмешательства. Доказательством этого служит бесперебойное функционирование Европейского валютного союза на

его первом этапе. Основные направления денежной политики Европейским центральным банком определены, национальная политика стерилизации исключена, и ликвидные средства в сильной валюте неограниченно предоставлены в распоряжение.

### Целевые зоны доллара, йены и евро: прогнозы и проблема координации при симметричной системе фиксированных валютных курсов

Если договоренность о фиксированном валютном курсе не действует, если система становится асимметричной, если проводится независимая денежная политика одной валюты, а все остальные участники должны придерживаться данной политики и исключена возможность валютного союза на международном уровне, то следовало бы придерживаться системы фиксированного валютного курса с реальной координацией денежной политики участников. Данная идея лежит в основе концепции целевых валютных зон, которая впервые была предложена Вильямсоном (Williamson)<sup>4</sup> и принята весной 1999 г. правительством Германии по настоянию министра финансов Лафонтена.

Исходным пунктом концепции целевых валютных зон является утверждение о том, что сальдо счета текущих операций платежного баланса зависит от величины реального обменного курса. Изменение реального обменного курса равно изменению номинального обменного курса, скорректированного на величину инфляции. Валюта реально ревальвируется в случае, если изменения номинального валютного курса меньше разницы уровней инфляций внутри страны и за рубежом. При этом товары, произведенные внутри страны, становятся дороже, спрос на них снижается и сальдо торгового баланса и, соответственно, текущего счета платежного баланса становится пассивным. В теории целевых валютных зон обменный курс должен быть установлен на таком уровне, чтобы сальдо платежного баланса не менялось<sup>5</sup>. Вследствие этого может произойти снижение резервов иностранной валюты, что ранее приводило к краху системы фиксированного валютного курса. Если в этом случае допустить одновременное изменение равновесного валютного курса и сокращение неравновесных колебаний, то можно получить ответ на вопрос о выборе оптимального режима валютного курса, так как режим валютного курса по отношению к адаптации реальной экономики был бы нейтральным.

При этом необходимо установление такого уровня реального обменного курса, который не только гарантировал бы внешнеэкономическое равновесие (стабильное сальдо текущего счета платежного баланса), но и обеспечивал бы равновесие на внутреннем товарном рынке. При девальвации снижается спрос не только на иностранные товары, но и на внутренние, национальные товары и рабочую силу. Необходимо также установление одновременно внешнего и внутреннего равновесия. Слабая возможность прогнозирования структурной модели валютного курса и тот факт, что отсутствует общепризнанная модель валютного курса, вызвали бы большую опасность расхождения между целевой величиной и равновесной стоимостью. Достоверность системы без координации денежной и фискальной политики едва ли была бы обеспечена в отдельных конкретных случаях при единожды установленном значении цели.

Такого рода координирование между США, Японией и ЕС в настоящий момент очень неправдоподобно. Если не принимать во внимание огромные внутренние проблемы Японии, то координация между ЕС и США может повысить готовность к кооперации. В области фискальной политики не было бы вообще никаких переговоров между США и Европой. Требование привязки обменного курса обосновывает расширение европейских институтов для проведения общей политики. Таким образом, предотвращается конкуренция между институтами, которая в пределах Европы необходима для лучшей адаптации к реальным экономическим изменениям без изменения валютного курса<sup>6</sup>.

В области денежной политики США откровенно отказались от стратегий валютной политики. Первоначальная ориентация на решение внутриэкономических задач едва ли может удивить, так как объем внешней торговли составляет только десятую часть ВВП. Аналогичная ситуация сложилась и в Европе. Кроме того, возможно оказание влияния на автономную денежную политику недавно созданного первого Европейского центрального банка (ЕВЦ) и на его цель — поддержание стабильных цен в Европе. Во время прежнего правительства было сделано все возможное, чтобы не только перенести программу Бундесбанка на всю Европу, но и проводить абсолютно автономную денежную политику, ориентированную на борьбу с инфляцией<sup>7</sup>. Такого рода смена стратегий является несовместимой с высказанным пожеланием того, что Европейский центральный банк должен активно бороться с проблемами на рынке труда в Европе. Понижение процентных ставок в рамках концепции целевых валютных зон становится невозможным, если евро находится под давлением девальвации, что и наблюдается в настоящее время.

Пессимистические оценки возможности координации денежной политики хотя бы между государствами "большой тройки", наряду с исследованием опыта Бреттонвудской валютной системы и Европейской валютной системы, основываются на эмпирических исследованиях попыток координации в рамках мировой экономики<sup>8</sup>. Договоренность о проведении политики процентной ставки была достигнута в 1986 г. Договоренности были в большинстве своем расплывчатыми и требовали дополнительной интерпретации. Для иллюстрации можно привести здесь высказывание из коммюнике встреч министров стран "большой семерки" от 21 января 1991 г.: "Воплощение обоснованной фискальной политики совместно с ориентированной на стабилизацию монетарной политикой может создать условия, благоприятствующие снижению мировой ставки процента". Если воспринять данное утверждение о снижении процентной ставки на денежном рынке как соглашение, то по сравнению с ним согласованная денежная политика стран "большой тройки" будет по большей части лишь совпадением. При более пристальном рассмотрении видно, что данная картина особенно искажена в пропорциях США — Германия.

Для США оказывается, что конкретные соглашения могут быть достигнуты в случае, если они соответствуют курсу денежной политики США. Уступки США проблемам денежной политики Германии и Японии по сравнению с этим ничто. США в состоянии были добиться от своих партнеров политического согласия на поддержку. Но это не имело большого значения. В час-

тности, Бундесбанк Германии не отказался от своей ориентации на количество денег в обращении. Это касалось в основном политики процентной ставки, проводимой после объединения Германии, которая была четко ориентирована на борьбу с инфляцией, в то время как в коммюнике встреч на высшем уровне от стран требовалось снизить процентную ставку для стимулирования конъюнктуры. Кроме того, Германия могла добиться приоритета обязательства ЕВС.

**Вывод.** В конечном итоге сказываются трудности, прежде всего в институциональной плоскости достижения валютного союза, при инсталлировании системы валютных курсов с симметричными обязательствами. Проявляются основополагающие недостатки асимметричных систем. Шок реальной экономики, связанный с объединением Германии, и удержание Бундесбанком приоритета борьбы с инфляцией развалили Европейскую валютную систему. При участии США был нанесен также последний удар по системе фиксированного валютного курса.

## 2. Системы фиксированных валютных курсов в развивающихся странах

В отличие от систем фиксированных валютных курсов в промышленно развитых странах, суть системы фиксированных валютных курсов в развивающихся странах состоит в односторонней привязке обменных курсов по отношению к какой-либо стабильной валюте. При этом существует большое количество способов привязки. Наиболее точное установление обменного курса — Валютный совет (*Currency Board*). При этом эмиссия национальной валюты происходит только в обмен на иностранную валюту. Более того, находящееся в обращении количество денег всегда обеспечено иностранными резервами. Самостоятельная денежная политика Валютным советом не проводилась, так как количество денег в обращении регулировалось исключительно притоком или соответственно оттоком иностранной валюты. Преимуществом этого является то, что сокращающиеся валютные резервы не обязательно приводят к ликвидации фиксированных курсов. Конечно, финансовые кризисы не исключаются. Самыми известными примерами практики Валютного совета являются Гонконг, Аргентина и Эстония.

Остальные формы установления валютного курса представляют собой компромисс между стабильностью и гибкостью. При этом определяющими параметрами являются паритеты и коридор колебаний: чем тверже соотношение и незначительнее коридор колебаний, тем менее гибок режим валютного курса. Наконец, существует еще возможность формального установления валютного курса или проведения такой денежной политики, при которой возможно достижение желаемого уровня обменного курса. Сторонники выработки четких правил всегда на первый план ставят аргументы достоверности. Только при четко установленных правилах общественность может утверждать, что центральный банк делает то, что он заявляет. Примеры того, что это происходит на самом деле, составляют целые тома. Кроме того, достоверны те правила, которые выдержали испытания. Это показывает опыт различных систем фиксированного валютного курса в странах Азии и Латинской Америки<sup>9</sup>.

## Азия: международная экономическая интеграция в условиях недостаточной стабильности финансового рынка

В азиатских развивающихся странах зависимость курсов национальных валют от доллара США насчитывает долгую историю<sup>10</sup>. Это имело огромное значение для первого поколения новых индустриальных стран (Тайвань, Южная Корея, Гонконг, Сингапур), а также для их последователей (Малайзия, Таиланд, Филиппины, Индонезия). При этом, скорее как исключение, имели место явные привязки по типу Валютного совета в Гонконге и системы фиксированного валютного курса в Таиланде (с июля 1997 г.). Более того, стабилизация обменного курса часто зависела от мероприятий проводимой денежной политики.

Все это можно рассматривать как стратегию, которая гарантирует пользу от привязки валютных курсов и одновременно снижает возможные затраты. Польза прежде всего состоит в том, что стабильный обменный курс поддерживает экономический рост, что преследуется азиатскими новыми индустриальными странами. Кроме того, наличие стабильных валютных курсов привлекает иностранный капитал.

Издержки проявляются в форме риска, который сопровождает данную стратегию. Односторонняя фиксация обменного курса неизбежно приводит к асимметричной системе фиксированного валютного курса: бремя приспособляемости в полном объеме ложится на страну, зафиксировавшую свой обменный курс. Это, к тому же, проявляется в еще большей степени, так как отсутствует возможность координации распределения бремени адаптации. Азиатский кризис, начавшийся в 1997 г. в Таиланде, показал, какие размеры может принять данное бремя приспособления<sup>11</sup>.

При описании кризиса необходимо различать возникновение позиций риска и причины, послышки кризиса. Риск определяется как возрастающая зависимость от притока капитала. В такой развивающейся стране, как Таиланд, капитал ограничен и, соответственно, высокие проценты за кредит, к тому же обменный курс зафиксирован по отношению к доллару США, что становится сильным стимулом для иностранного инвестора инвестировать сюда свой капитал. В Таиланде это явление достигло значительных размеров и благодаря возросшему спросу на товары и рост цен на товары внутреннего производства из-за реальной ревальвации привело к тому, что сальдо торгового баланса увеличилось на 8 % ВВП. Проблема для малой открытой экономики состоит в том, что в случае резкого снижения притока капитала стоимость валюты завышается и соответствующая необходимость девальвации делает желание инвестировать ошибочным решением. В такой критической ситуации бум на рынке недвижимости в 1996 г. в Таиланде вовлек в кризис финансовые институты, финансирующие его. Цель тайландского правительства — обеспечить ликвидностью попавшие в затруднительное положение финансовые институты, — подрывает веру в систему фиксированных валютных курсов и приводит к оправданной спекуляции тайландской валютой, которая переносится и на другие новые индустриальные страны.

Из-за завышенной оценки ситуации может не только произойти адаптация валютного курса, но и развиться финансовый кризис. Необходимая реальная девальвация может осуществляться двумя способами. Согласно

первому, сокращение денег повышает ставку процента и снижает цены. Тем самым повышается значимость процента по частным и государственным кредитам, поскольку существует задолженность в национальной валюте, а также возрастают затраты банков, связанные с рефинансированием. Все это дестабилизирует государственные финансы из-за ослабления банковской системы, а также приводит к финансовому кризису. Если государство вводит систему банкротства банков, то это приводит к сокращению количества кредитов. Согласно второму, следует ожидать, что центральный банк в качестве кредитора последней инстанции (*Lender-of-Last-Resort*) обеспечит банки дополнительной ликвидностью и, к тому же, зафиксирует обменный курс, в результате чего ожидаемая денежная экспансия приведет к дальнейшему оттоку капитала и девальвации. Девальвация увеличит как ставку процента, так и платежи по уплате долга, поскольку частные банки и государство имеют задолженность в иностранной валюте. Все это, как и более высокие проценты, угрожает выплате платежей по обслуживанию долга и стабильности банковского сектора. Как следствие — дальнейшая девальвация, банкротства и подобные явления в странах, имеющих высокую внешнюю задолженность, недостаточные валютные резервы и нестабильный банковский сектор. Учитывая исходную ситуацию, не следует удивляться, что подобный сценарий проявился не только в Таиланде, но также в Индонезии и Южной Корее.

**Вывод.** Из азиатского валютного кризиса следует, что решение о фиксированном валютном курсе в случае Таиланда и управляемом плавании в других странах Азии было ошибочным. Это означает, что при одностороннем фиксировании валютного курса систематически возникают риски, которые из-за адаптации валютного курса приводят к финансовому кризису. Прежде всего, такая ситуация требует сокращения краткосрочных зарубежных кредитов, увеличения валютных резервов и усиления подготовки банковского сектора. Для преодоления значительных рисков плавающий курс предпочтительнее.

#### Латинская Америка: борьба с инфляцией в условиях недостающей достоверности

Одностороннее фиксирование валютного курса проходило в странах Латинской Америки в иных условиях, нежели в странах Азии. На переднем плане у стран Латинской Америки стояли не столько стратегии интеграции, сколько борьба с хронически высокой инфляцией, так называемой гиперинфляцией. При этом оказалось, что завоевание авторитета при разработке фискальной и денежной политики — дело сложное и требует, по крайней мере, больших затрат времени. Попытки стабилизации также потерпели неудачу, наряду с концептуальными слабостями стабилизационных программ проявились моменты неуверенности в их осуществлении<sup>12</sup>.

Отсюда следует соображение об импорте репутации стабилизационной политики, т. е. необходимости привязать собственную валюту к стабильной валюте и следовать их денежной политике. Но большой недостаток асимметричной (односторонней) привязки обменного курса — снижение автономии в проведении денежной политики в странах, чья валюта фиксируется по отношению к базовой, — следует здесь рассматривать как положительный момент. В то же время критики стратегии стабилизации, основанной на обменном

курсе (*exchange rate based stabilization*), полагают, что если бросить якорь, то корабль на полном ходу можно не только остановить, но и разрушить, но это будет оправданно, если кораблю грозит опасность на полном ходу врезаться в сушу.

Перед развивающимися странами с хронической и высокой инфляцией стоит дилемма: чему отдать предпочтение — борьбе с инфляцией или реальному экономическому равновесию, а также корректировке реального обменного курса?<sup>13</sup> При высоком уровне инфляции фиксированный валютный курс способствует непосредственной реальной ревальвации, если инфляция не снижается непосредственно благодаря влиянию "якорной", базовой валюты. Но реальная ревальвация приводит к росту дефицита платежного баланса, который необходимо финансировать соответствующим притоком капитала. Показательно, что фиксирование валютного курса в рамках обширной программы реформирования, которая ставит целью укрепление государственных финансов, а также дерегулирование товарных рынков и рынков факторов производства, реально может привлечь иностранный капитал.

Вследствие этого, однако, может возникнуть элемент риска, который был уже описан в отношении стран Азии: общезкономическое равновесие в большой степени зависит от стабильности притоков капитала. Происходит отток капитала, наступает, как правило, валютный кризис. По данному сценарию развивались события в таких странах Латинской Америки, как Чили и Аргентина (1981—1982), Мексика (1994) и Бразилия (1999). Единственным примером того, что основанная на валютном курсе стабилизация фактически имела успех, является валютное управление (*Currency Board*) в Аргентине. Данный пример показывает, что фиксирование валютного курса в ситуации экономического хаоса и отсутствия доверия к стабилизационной политике все же имеет смысл<sup>14</sup>. Во-первых, непосредственно стабилизируется ситуация, а отток капитала, который, например, имел место во время кризиса в Мексике, не приводит к валютному кризису, а, наоборот, способствует полной стабилизации цен, которая существует и в настоящее время. Во-вторых, после валютного фиксирования проводится реальная ревальвация, при фиксированных обменных курсах возможна также реальная девальвация. В-третьих, показатели уровня экономического роста значительно выше, чем при иных стабилизационных программах.

Однако аргентинский успех сложно полностью приписать валютному управлению (*Currency Board*). С технической точки зрения оно охватывает только полное обеспечение иностранной валютой национальной денежной массы. Таким образом, риск состоит в значительном снижении валютных резервов. Успех политики, проводимой в Аргентине, становится понятен, если проанализировать всю программу реформирования, которая является центральной частью валютного управления (*Currency Board*): полная конвертируемость, введение доллара США в качестве параллельной валюты в банковском секторе, консолидация государственного бюджета, отмена торговых барьеров и радикальная приватизация государственных предприятий.

Несмотря на бесспорный успех аргентинского валютного управления (*Currency Board*), остается тот факт, что Аргентине пришлось пережить второй отток капитала, что привело к сильной рецессии и росту безработицы. В Чили же, наоборот, приток капитала оста-

вался стабильным. Можно оценить как успех выбранного режима валютного курса то, что при установлении уровня девальвации ориентировались на разницу в уровнях инфляции внутри страны и за рубежом (пассивные изменения фиксированного курса/passive Crawling Peg) и благодаря дискретным приспособлениям соотношений установили стабильное развитие реального обменного курса. Конечно, данная политика возможна лишь в случае первоначально высокого доверия к стабилизационным программам, которые были осуществлены благодаря умеренной инфляции и профициту государственного бюджета с середины 1980-х гг.

**Вывод.** Пример Аргентины наглядно показал, что бороться с инфляцией можно с помощью установления твердых валютных соотношений (фиксированного валютного курса), если это укладывается в радикальную программу рыночного реформирования. Возникающий при этом комплексный риск для стран, имеющих проблемы с инфляцией, может стать существенным. Вообще развивающиеся страны должны принимать в расчет, что достижение внешнеэкономического равновесия возможно при минимальной гибкости валютного курса.

### 3. Стратегии избежания дестабилизирующих колебаний обменного курса

В настоящий момент существует только два примера того, что система фиксированных валютных курсов имела долгосрочный успех: абсолютное фиксирование обменных курсов между европейскими странами в рамках введения Валютного союза и *Currency Boards*, как, например, в Аргентине<sup>15</sup>. Оба решения задачи де-факто, однако, имели значение для конкретной валюты: валюты стабильны, когда они зафиксированы. Если исключить эти крайние случаи, которые не отражают так хорошо, как другие решения, реальные условия, то изучение опыта, приобретенного при Бреттонвудской валютной системе и Европейской валютной системе (с 1987 г.), показывает, что система фиксированных обменных курсов, имеющая базовую, "якорную" валюту, рушится из-за разногласий в выборе курса денежной политики. Попытка координации денежной и фискальной политики, предпринятая в целевых валютных зонах, связана, таким образом, с большим риском. В конечном счете были бы предложены спекулятивные атаки и обменный курс был бы дестабилизирован.

Для развивающихся стран односторонняя привязка валютного курса к стабильной базовой валюте вполне может ускорить интеграционные процессы и победить хроническую инфляцию. Однако существует риск того, что сильный приток капитала или (соответственно) недостаточная адаптация инфляционных ожиданий реальной девальвации в конце концов приведут к валютному кризису.

Таким образом, для стабилизации системы фиксированных курсов в развивающихся странах необходимо предотвратить или (соответственно) пережить реальную девальвацию. Здесь допустимы три стратегии. Первая может быть осуществлена с помощью контроля за движением капитала и таким образом может снизить также временную реальную девальвацию. В самом деле, легче отпугнуть инвесторов от вложения денег в экономику какой-либо страны, чем в случае кризиса возвращать инвестиции<sup>16</sup>. Однако контроль за движением капитала провоцирует обходные стратегии и эффективен, следовательно, только в краткосрочном периоде. Согласно второй стратегии, можно рассмотреть стерилизацию денежной массы, возникающую при притоке капитала<sup>17</sup>. Однако это означает более высокие процентные ставки из-за ограниченного предложения денег и — в случае системы фиксированных валютных курсов — более сильный приток краткосрочного спекулятивного капитала. В принципе политика стерилизации предполагает также, что мобильность капитала ограничена, для того чтобы политика процентной ставки была независимой.

Таким образом, в случае односторонней привязки валютного курса возможно достижение успеха при уравнивании риска данной стратегии менее рискованными стратегиями в других сферах. Например, поддержка фиксированного валютного курса высоким уровнем валютных резервов, реформами в области заработной платы и фискальной политики, усиливающими процесс адаптации, избежание высокой и особенно краткосрочной внешней задолженности, а также защита финансового сектора от возможных последствий девальвации либо оттока капитала. Но ничего не говорится о том, как минимизировать риски валютной политики и соединить данное желание избежания кризиса с режимом плавающего валютного курса. Как раз последний кризис наглядно это доказал. Примером может служить стратегия Чили, где внешнеэкономическое равновесие достигалось с помощью скользящих паритетов и инфляция была побеждена с помощью ограничительной денежной и кредитной политики.

<sup>1</sup> Willms, Manfred (1992). Internationale Währungspolitik, München. S. 146—148.

<sup>2</sup> Scheide, Joachim (1988). Zurück zu festen Wechselkursen? Die Erfahrungen der sechziger Jahre, Die Weltwirtschaft, Heft 1. S. 53—71.

<sup>3</sup> De Grauwe, Paul, The Economics of Monetary Integration, 2nd rev. ed., New-York. P. 97—145.

<sup>4</sup> Williamson, John (1985). The Exchange Rate System, Institute for International Economics, Washington.

<sup>5</sup> При данных инфляционных ожиданиях установление конечных величин для реальных обменных курсов следует за установлением конечных показателей изменения номинальных обменных курсов.

<sup>6</sup> Schweickert, Rainer (1996), Harmonisierung versus institutioneller Wettbewerb zur Sicherung realwirtschaftlicher Anpassung und monetärer Stabilität in der Europäischen Währungsunion, Beihefte zur Konjunkturpolitik, Heft 44. S. 181—212.

<sup>7</sup> Schweickert, Rainer (1997), Die Maastricht-Kriterien — Das Dilemma des Entscheidungsprozesses, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 26. Jg., Heft 12. S. 637—640.

<sup>8</sup> Dominiques, Kathryn M. E. (1997). Do the G-3 Countries Coordinate Monetary Policy? in: Benjamin J. Cohen (Hrsg.), International Trade and Finance. New Frontiers for Research, Cambridge. P. 280—315.

<sup>9</sup> Для обстоятельной дискуссии о режимах валютных курсов см.: Schweickert, Rainer (1993) Geld- und Wechselkurspolitik in Entwicklungsländern. Eine Analyse alternativer Stabilisierungs- und Anpassungsstrategien, Kieler Studien 256, Tübingen.

<sup>10</sup> Corden, W. Max (1996). Pragmatic Orthodoxy: Macroeconomic Policies in Seven East Asian Economies, International Center for Economic Growth Publications, San Francisco.

<sup>11</sup> Schweickert, Rainer (1998), Die asiatische Währungskrise. Eine makroökonomische Zwischenbilanz, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 27. Jg., Heft 9. S. 454—462.

<sup>12</sup> Для стран с переходной экономикой данная проблема авторитетности возникает из-за недостатка учреждений, проводящих фискальную и денежную политику.

<sup>13</sup> Schweickert, Rainer (1996). Which Target for Exchange Rate Policy in Developing Countries: Stability or Competitiveness, in: Franz Peter Lang und Renate Ohr (Hrsg.), *Openness and Development*, Heidelberg. S. 189—216.

<sup>14</sup> Schweickert, Rainer (1998). Chancen und Risiken eines Currency Boards Systems, *Die Weltwirtschaft*, Heft 4. S. 421—442.

<sup>15</sup> До введения валютного управления (Currency Board) в Аргентине существовали уже валютные управления в Гонконге и некоторых малых странах (Джибути, Брунее и Карибских государствах Восточно-Карибского центрального банка). После Аргентины валютные управления были исключительно в странах с переходной экономикой (Эстония, Литва, Болгария и Босния).

<sup>16</sup> Kenen, Peter B. Analyzing and Managing Exchange-Rate Crises, *Open Economies Review*, Vol. 7, Suppl. 1. P. 469—492.

<sup>17</sup> Frankel, Jeffrey A. (1994). Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen), *International Monetary Fund*, Working Paper 94/83, Washington DC.

## SUMMARY

### "Currency Crises in the International System of the Fixed Currency Rates" (Rainer Schweickert)

The article analyses systems of the fixed currency rates in the developed industrial and developing countries. The author thoroughly describes the reasons for the collapse of the Bretton-Woods and European currency systems. He touches upon the coordination issues in the symmetrical system of the fixed currency rates in the target zones of the dollar, yen, euro and gives a forecast of their development. The article reviews the advantages and disadvantages of the systems of the fixed currency rates in certain Asian and Latin American countries, their positive and negative experience in the solution of the problems of national economies stabilization. The article concludes with setting out the strategies of avoiding sharp fluctuations of the exchange rates in the systems of the fixed currency rates.

## БЕЛОРУССКИЙ ЖУРНАЛ МЕЖДУНАРОДНОГО ПРАВА И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Научное издание

Подписано в печать 15.12.2001. Формат 60x84<sup>1</sup>/<sub>8</sub>. Гарнитура Times New Roman.  
Печать офсетная. Усл. печ. л. 11,16. Тираж 300 экз. Заказ № 153.

Печать НПК «Тэхналогія». 220007, г. Минск, ул. Левкова 19.

Распространяется бесплатно