

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

А. Мёрфи

профессор финансов Университета Окленда (Рочестер, США)

З. А. Сабов

профессор кафедры экономики исследований и разработок Санкт-Петербургского государственного университета

ФИНАНСОВЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ: ВОЗМОЖНЫЕ ПУТИ ПРЕОДОЛЕНИЯ¹

Валютные кризисы 1990-х гг., особенно те из них, которые имели место в Юго-Восточной Азии в 1997 г., выдвинули на первый план проблемы, связанные с валютными курсами. Предпринимались попытки объяснения, по крайней мере, некоторых из факторов, представлявших собой катализаторы международных валютных кризисов или симптомы таких кризисов (Miller, 1998). Однако существующие теории не особенно успешны в объяснении даже более стабильных ситуаций (MacDonald, 1990), не говоря уже о фундаментальных структурных причинах изменчивости валютных курсов в 1990-е гг. (Berg, Pattillo, 1999). Поскольку эти кризисы приносят многочисленные экономические бедствия, они заслуживают детального рассмотрения. В статье дается общая оценка валютных кризисов, а также возможных решений этой проблемы. Более детальный математический анализ данной тематики представлен в работе А. Мёрфи (Murphy, 2003).

Валютные кризисы порождаются проблемами, связанными с платежным балансом. В целом они имеют отношение к нарушениям равновесия торгового баланса и счета текущих операций. Такие кризисы часто происходят с тех пор, как все большее число стран стало «убежденными» сторонниками следования модели «свободных» рынков, рекомендованной МВФ, и столкнулось с серьезными проблемами, связанными с платежным балансом. Такие проблемы, а особенно неравновесия *счета текущих операций* (включающего торговый баланс, балансы услуг, инвестиционные доходы и трансфертные платежи), представляют серьезную ситуацию, к анализу которой в конечном счете следует обратиться.

Одно из классических решений проблемы дефицита счета текущих операций состоит в том, чтобы допустить падение ценности отечественной валюты и тем самым затруднить импорт и стимулировать экспорт для устранения неравновесия (Afesoglu, Dutkowsky, 1997). К сожалению, это решение игнорирует две проблемы: неэластичность спроса (Hufbauer, Schott, 1992) и инфляцию, вызванную обесцениванием валюты (Abuaf, Jorion, 1990). Существуют разнообразные альтернативные решения, предназначенные для избежания этих проблем, но одни из них только отсрочивают и усиливают отрицательные последствия дефицита счета текущих операций, тогда как другие могут оказаться недостижимыми в рамках мировой валютной системы.

¹ Данная статья является развитием идей, изложенных в монографии А. Murphy “The Triumph of Evil: the Reality of the USA’s Cold War Victory” (European Press Academic Publishing, 2000).

Валютные кризисы после преобразований в Восточной Европе

Хотя до 1990-х гг. международные валютные кризисы имели место, например, латиноамериканский долговой кризис 1980-х гг. (Witcher, 1999), не было ничего сопоставимого по частоте и суровости валютных кризисов 1990-х гг., в основном вследствие существования вплоть до указанного периода государственного регулирования международной торговли, движений капитала и валютных курсов. Однако по мере того как правительства во всем мире начали уменьшать масштабы своего регулирования международных рынков или вообще устраняться от него, потоки товаров, услуг и капитала, равно как и валютные курсы, стали колебаться более (и часто полностью) свободно в зависимости от «капризов» рынка. В результате 1990-е гг. продемонстрировали, что свободные рынки могут порождать большие колебания валютных курсов, которые могут иметь очень серьезное влияние на международные показатели платежного баланса, инфляции и объемов выпуска (Stiglitz, 2002).

Кроме того, поскольку восточноевропейские страны раньше осуществляли большую часть своей международной торговли (через двусторонний бартер) между собой (Сабов, 1998), снижение реального дохода в каждой из этих стран вносило вклад в сокращение спроса на импорт из других подобных стран, что еще больше усиливало глубину экономической депрессии во всем регионе. Процесс открытия их экономик для западного импорта привел к уменьшению выпуска и сокращению объемов торговли между собой, что вызвало дальнейший спад производства, который фактически начался в 1990 г. после избрания легитимных правительств. СССР внес значительный вклад в падение объемов торговли и реального дохода в начале 1991 г. (даже до превращения своей валюты в свободно конвертируемую валюту в декабре 1991 г.), когда переключился с системы двусторонней бартерной торговли со своими восточноевропейскими соседями на систему, требовавшую платежей в твердой валюте. Эти платежи мало кто мог себе позволить (Williamson, 1991). Они привели к существенному ухудшению условий торговли малых восточноевропейских стран.

Результатом этого было длительное сокращение реального годового производства и дохода в этом регионе мира составившее почти 50%. Хотя в конце 1990-х гг. в некоторых восточноевропейских странах (таких, как Польша, Венгрия и Чехия, которые с успехом привлекли значительные объемы реальных иностранных инвестиций) был зарегистрирован умеренный экономический рост, реальное производство в данном регионе осталось до начала третьего тысячелетия намного ниже уровня 1989 г. (IMF, 1998, p. 171).

Экономический кризис в Восточной Европе в 1990-х гг. фактически очень похож на кризисы в других странах мира, как до так и после 1990 г., причем показатели преступности и бедности значительно увеличились после первоначального открытия внутреннего рынка для импорта. Это породило значительную девальвацию валюты. Хотя до 1990-х гг. валютные кризисы тоже происходили и их частота и размах уже начали увеличиваться вместе с растущей тенденцией к свободным рынкам в 1980-е гг., которая предшествовала (и отчасти породила) крах плановых хозяйств, открытие этих рынков значительно расширило возможности для разрывания глубоких валютных кризисов.

Вдобавок абсолютный размах восточноевропейского кризиса отчасти сам внес вклад в валютные кризисы в остальном мире в 1990-е гг. Например, хотя открытие восточноевропейских рынков для иностранного импорта первоначально увеличило спрос на товары, выпускаемые за пределами этого региона, последующее падение реального дохода в Восточной Европе в конечном счете уменьшило спрос. Данное обстоятельство внесло вклад в мировой экономический спад начала 1990-х гг., который наиболее сильно ощущался в Западной Европе, а затем распространился по всему миру. Кроме того, уменьшение ре-

альной заработной платы в Восточной Европе сделало экспорт из этого региона более конкурентным в сравнении с продукцией развивающихся стран, где реальная заработная плата и реальный доход должны были снизиться, чтобы сохранить прежнюю конкурентоспособность в ходе экономического цикла. Это привело к тому, что кризис и падение дохода распространились далеко за пределы исходного времени и места (Chossudovsky, 1997).

Последствия политики объединения Германии

Возможно, из всех экономических потрясений, произошедших в Восточной Европе, самые тяжелые произошли в Восточной Германии. В частности, значительным вкладом в различные экономические кризисы 1990-х г. была избранная политика объединения Германии.

Согласно условиям договора об объединении 1990 г., единая Германия должна была фактически допустить какую угодно безработицу и понести какие угодно социальные издержки вследствие политики объединения. Такая политика в действительности привела к фактическому росту безработицы в Восточной Германии с 0% до приблизительно 40% (Sherreff, 1996), и Германия тем самым оказалась под громадным бременем обязательств в виде необходимости выплачивать ежегодно свыше 100 млрд долл. на пособия по социальной поддержке (Aalund, 1999). Чтобы в этой ситуации поддержать стабильную ценность немецкой марки, Бундесбанк должен был поднять реальные процентные ставки до уровня, максимального за весь период, начиная с образования страны в 1949 г.

Возросшие процентные ставки в Германии оказали повышательное давление на процентные ставки в остальных странах Европы, поскольку европейская валютная система обязывала другие западноевропейские страны поддерживать валютные курсы в рамках узкого диапазона по отношению к немецкой марке (Eiteman, Stonehill, Moffett, 1998). Эти возросшие ставки снизили темп экономического роста в Западной Европе настолько, что возникла спекуляция относительно способности некоторых из этих стран поддерживать такие высокие процентные ставки и сохранять курсы своих валют в рамках обусловленного договором диапазона. Спекуляция была сосредоточена на странах, у которых дефицит счета текущих операций должен был финансироваться за счет притоков капитала международных инвесторов. Поскольку иностранные инвесторы и валютная спекуляция требовали вознаграждения за возросший риск падения ценности валют ниже уровня, ограниченного Европейским валютным союзом, процентные ставки в этих странах повысились еще сильнее. Учитывая, что процентные ставки оказались максимально высокими в странах со слабой валютой, ожидаемая вероятность того, что они будут в состоянии поддерживать такие высокие ставки (которые углубляли экономический спад), продолжала падать. По мере роста вероятности девальвации росли процентные ставки, и — наоборот, эта спираль не прекращалась. Наконец, во время европейского валютного кризиса 1992 г. страны Европейской валютной системы были вынуждены расширить диапазон колебаний своих валютных курсов до 15%.

Хотя европейские процентные ставки впоследствии и снизились, они были достаточно высоки для того, чтобы поднять процентные ставки в Японии, приостановить чрезмерный отток капитала из этой страны и генерировать общую рецессию в Европе в начале 1990-х гг. Возросшие японские процентные ставки в сочетании со случившимся чуть позднее спадом в Европе, уменьшившим спрос на японский экспорт, вызвали рецессию в самой Японии, рецессию, потрясшую ее фондовый рынок (Peterson, 1990). В результате, несмотря на последующее значительное снижение процентных ставок (упавших даже до 0% в 1990-е гг.), Япония осталась на все 1990-е гг. в состоянии серьезного экономического спада.

Экономический спад в Японии, в свою очередь, отрицательно повлиял на экспорт из Юго-Восточной Азии (и через сокращение японского импорта из Юго-Восточной Азии, и через усиление конкуренции со стороны японских фирм, пытавшихся экспортировать излишки произведенной продукции в остальной мир) и поэтому создал проблемы с торговым балансом, приведшие к азиатскому валютному кризису 1997 г. (Henderson, 1998). Этот кризис, в свою очередь, вызвал валютные кризисы в России в 1998 г. и в Бразилии в 1999 г., снизив темпы мирового экономического роста и уменьшив конкурентоспособность продукции таких стран, как Россия и Бразилия (эти страны оказались на грани катастрофы, поскольку до кризиса они уже едва-едва соответствовали уровню международной конкурентоспособности, а девальвация азиатских валют сделала их продукцию еще менее конкурентоспособной). Даже валютный кризис в Мексике в 1994 г. можно отчасти связать с этой цепочкой событий, поскольку экономический спад в Европе и Японии (а также понижение цен на товары из Восточной Европы) оказал отрицательное воздействие на счет текущих операций этой страны (и на ожидания улучшения ситуации с дефицитом указанного счета). Это, в свою очередь, привело к коллапсу мексиканского песо в 1994 г.

Развертывание валютных кризисов

Кроме того, что крупные валютные кризисы конца 1990-х гг., по меньшей мере, частично, развертывались на основе первоначального восточноевропейского кризиса начала 1990-х гг. Эти кризисы также имели другие черты сходства между собой: они были вызваны одними и теми же экономическими силами (которые, в свою очередь, были связаны с введением или существованием глобальных свободных рынков). В частности, во всех странах, испытавших кризис, кроме России в 1998 г., дефицит счета текущих операций в течение долгих лет был очень большим относительно ВВП (8% в Мексике и Таиланде, 5% в Южной Корее и Малайзии, 3% в Индонезии и 4% в Бразилии). Во всех странах, кроме Малайзии, состояние счета текущих операций ухудшилось в год перед кризисом, по меньшей мере, в некоторых случаях вследствие раннего снижения степени протекционизма в странах, затем столкнувшихся с кризисом (точно так же обстояло дело в Восточной Европе в начале 1990-х гг.). Например, Мексика в течение долгого времени имела относительно высокий уровень протекционизма в сравнении с ее крупными североамериканскими торговыми партнерами, и она постепенно (и значительно) снижала этот уровень за период, предшествовавший 1994 г. Затем она продолжала делать то же самое в более быстром темпе после подписания в 1994 г. Североамериканского соглашения о свободной торговле¹. Кроме того, увеличение дефицита счета текущих операций в азиатских странах перед их кризисом 1997 г. было, по меньшей мере, отчасти вызвано повышением степени протекционизма (особенно со стороны развитых стран) по отношению к их импорту. В то же самое время тогдашнее мировое торговое со-

¹ С другой стороны, некоторые экономисты утверждали, что дефицит счета текущих операций в странах, переживших кризис, связан с предшествовавшим ростом их реального валютного курса, роста, который, в свою очередь, порождался довольно негибким номинальным валютным курсом, не отражавшим более высокую в прошлом инфляцию и увеличение заработной платы (Dombusch, Werner, 1994). Однако в работе (Chowdhry, Goyal, 2000) приведены данные по ряду азиатских стран, испытавших валютные кризисы, данные, свидетельствующие об отсутствии фактического увеличения реального валютного курса перед кризисом. Это наводит на мысль о том, что изменение реального обменного курса не являлось причиной. Вдобавок Кальво и Мендоза (Calvo, Mendoza, 1996) исследовали случай Мексики и не обнаружили фактов, свидетельствующих, что проблемы с платежным балансом порождаются увеличением реальной заработной платы в прошлом. Более того, в странах, столкнувшихся с увеличением реальной ценности валюты до кризиса, увеличение реального валютного курса оказывалось значительно ниже абсолютной ценности последующих девальваций, которые были необходимы для решения проблем с платежным балансом.

глашение (ГАТТ), наряду с местным торговым соглашением (АСЕАН), заставляло их еще больше открывать свои собственные рынки (Vatikiotis, 1995). Некоторые свидетельства снижения относительной степени протекционизма можно найти в официальных изменениях взвешенных по объему торговли тарифов, налагаемых азиатскими странами (с 20—35% в 1988 г. до 5—15 % в 1996 г.) в сравнении с тарифами Европейского союза (с 7 до 5%) и США (здесь вообще тарифы не изменялись в указанный период), что было отмечено в работе Говарда (Howard, 1997).

Сильное снижение ценности валюты или реального дохода было поэтому необходимо, чтобы восстановить равновесие счета текущих операций. В каждой из таких ситуаций высокие реальные процентные ставки (превышавшие внутренние темпы инфляции более чем на 5%) отсрочивали требуемую девальвацию до тех пор, пока не происходило некое событие или катализатор, значительно поднимавшие субъективные оценки инвесторами вероятности того, что девальвация валюты будет использоваться для решения проблем, связанных с платежным балансом. Поэтому процентные ставки, требуемые инвесторами для того, чтобы компенсировать их повышенный риск потерь, связанных с ожидаемой девальвацией, росли и страны, сталкивавшиеся с кризисом, были вынуждены девальвировать свою валюту, поскольку не могли поддерживать такие непомерно высокие процентные ставки.

Хотя экономическая обстановка перед каждым из кризисов была почти одной и той же, катализатор, инициировавший кризисы, в каждом конкретном случае отличался (т. е. варьировали события, побуждавшие инвесторов значительно поднимать процентную ставку, требовавшуюся для финансирования дефицита счета текущих операций). В Мексике заявление ведущего политика в конце 1994 г., указывающее на намерение мексиканского правительства сломить организованную преступность, вылилось в очень значительный отток капитала из страны. Данное обстоятельство истощило валютные резервы Мексики (которые были израсходованы для того, чтобы отток капитала не привел к большой и быстрой девальвации) и заставило инвесторов сомневаться в том, окажется ли Мексика в состоянии отсрочить решение о девальвации вследствие большого дефицита счета текущих операций (Agenor, Masson, 1999)¹. В Юго-Восточной Азии в 1997 г. обнаружилось значительное количество безнадежных долгов во множестве местных банках (которое увеличилось с ростом дефицита счета текущих операций). Это заставило инвесторов сомневаться, будут ли поддерживаться высокие реальные процентные ставки, необходимые для отсрочки немедленной девальвации, в среде, в которой решение крупных банковских проблем могло бы вылиться в значительное уменьшение объема кредитов и снижение темпов экономического роста (Miller, 1998). В России в 1998 г. имели место широкомасштабные процессы остановки производства, вызванные неспособностью выплатить текущую или прошлую заработную плату большому числу работников. Данное обстоятельство уменьшило уверенность инвесторов в способности России решить без девальвации усугублявшиеся проблемы, связанные с платежным балансом. В Бразилии, хотя реальные процентные ставки превышали 30% и значительные объемы финансирования со стороны МВФ предотвращали в течение определенного времени девальвацию валюты, несмотря на серьезные проблемы, связанные с платежным балансом, неспособность местных органов управления выплатить долги национальному правительству уничтожила в январе 1999 г. какую-либо уверенность инвесторов в способности

¹ Кальво и Мендоза (Calvo, Mendoza, 1996) показали, что увеличение политического риска не было катализатором, хотя она могло подтолкнуть инвесторов к тому, чтобы потребовать большей защиты их мексиканского долга от обесценения песо (т. е. речь идет о защите обязательств, которые, по контракту, обуславливали увеличение платежей в песо по мере уменьшения ценности этой валюты).

этой страны избежать немедленного решения о девальвации вследствие дефицита счета текущих операций (Goldstein, 1999).

После того как возникли первые признаки бегства капитала (включающиеся, например, в уменьшении валютных резервов у страны, испытывающей проблемы с платежным балансом), «стадное» поведение инвесторов усиливало данный эффект. Это было связано с распространением веры в то, что первоначальное бегство капитала осуществлялось «знающими» инвесторами. Поскольку некоторые инвесторы повышали свою оценку вероятности девальвации, происходило понижательное давление на валютные курсы, которое могло бы быть остановлено только более высокими процентными ставками и/или расходами на дополнительные валютные резервы, направленными на повышение ценности валюты. Такие события давали сигнал другим инвесторам поднять свои собственные оценки вероятности девальвации (Chowdhry, Goyal, 2000). Данное обстоятельство еще больше подкрепляло у инвесторов ожидания того, что для устранения кризиса, связанного с платежным балансом, будет использована девальвация (а это, в свою очередь, создавало еще большее давление на валютные курсы, словно создавая быстрый порочный круг). Такие сигналы могли также повлиять на отношение инвесторов к другим странам в похожих ситуациях в плане банковских и торговых проблем. Таким образом, распространяется кризис уверенности. Инвесторы в виде крупных коммерческих банков и взаимных фондов играли особенно важную роль в «заразительном» распространении кризиса, поскольку они, из-за страха перед необходимостью распродажи по сниженным ценам, продавали активы в других странах, сталкивавшихся с похожими проблемами (Kaminsky, Reinhart, 2000). Подобное «заражение» было особенно сильным в странах с относительно более приватизированными рынками капитала и меньшими запасами валютных резервов, что делало их более подверженными оттокам капитала (Miyakoshi, 2000).

Вдобавок девальвация в одной или большем числе стран увеличивала вероятность того, что страны-конкуренты будут также проводить девальвацию, чтобы предотвратить ухудшение состояния их собственных счетов текущих операций, и, таким образом, кризисы распространялись на другие страны. Например, азиатский кризис 1997 г. фактически начался в Таиланде и затем распространился на другие азиатские страны (Jomo, 1998). Более того, кризисы в России 1998 г. и в Бразилии 1999 г. были отчасти вызваны азиатским валютным кризисом 1997 г., поскольку девальвация в азиатских странах-конкурентах привела к увеличению дефицита счетов текущих операций России и Бразилии.

Так или иначе, после того, как ожидаемая вероятность немедленной и большой девальвации приблизилась к 100%, процентные издержки финансирования дефицита счета текущих операций стали чрезвычайно большими с точки зрения внутренней экономической и политической перспективы, и эти страны допустили значительное падение ценности своих валют. Таким образом, ожидания инвесторов относительно возросшей вероятности девальвации, по сути, вылились в сбывающееся предсказание. В случаях, когда страны-конкуренты также проводили девальвацию, увеличивался объем обесценения валюты, необходимый для решения проблемы с платежным балансом в стране (странах), первоначально испытывавшей (испытывавших) кризис. Это порождало эффект «перекрестного заражения», вносящий вклад в сильное падение ценности валюты (что приблизительно составляло свыше 50% в Мексике, свыше 70% в Индонезии, свыше 40% в Южной Корее, свыше 30% в Таиланде и Малайзии, свыше 70% в России и свыше 40% в Бразилии).

В каждой из стран, осуществивших девальвацию, процентные ставки должны были значительно подняться, после обесценения валюты, чтобы предотвратить гиперинфляцию и дальнейшее падение ценности валюты. В результате происходило значительное уменьшение реального дохода (что уменьшало потребность в дальнейшей девальвации валюты). Например, ужесточение денеж-

ной политики привело к падению реального ВВП на 6% в Мексике в 1995 г., а в 1998 г. в Таиланде, Южной Корее и Индонезии реальный ВВП также сократился — на 5%.

Валютные кризисы и последующий экономический спад приводили к увеличению количества банкротств и случаев невозвращения ссуд. Это усиливало все существовавшие проблемы в банковской сфере этих стран, что, в свою очередь, увеличивало размах экономического спада, поскольку банки, обремененные безнадежными долгами, не имели благоприятных возможностей для кредитования и поддержания экономического роста. Более того, еще больше им мешала принимать такие меры жесткая денежная политика, проводившаяся центральным банком в целях защиты национальной валюты от дальнейшего обесценения. Банковские проблемы еще сильнее усугублялись в этой среде, если банки оказывались обремененными внешней задолженностью, ценность которой в отечественной валюте росла по мере обесценения последней (Hendersop, 1998).

С другой стороны, в случаях, в которых банковская система была относительно здоровой и свободной от валютных долгов, уменьшение реального дохода не было столь суровым. Например, перед валютным кризисом 1997 г. Филиппины имели большой дефицит счета текущих операций, равный 4,8%, но при этом банковская система в этой стране имела меньше долгов и внешней задолженности, чем другие азиатские страны (Tanzeg, 1999). Хотя эта страна пострадала от девальвации, превысившей 35% в течение валютного кризиса 1997 г., реальный ВВП сократился затем только на 0,5%. Экономическая динамика в Филиппинах дает пример того, что проблемы в банковской сфере были не причиной азиатского кризиса, как предполагали некоторые исследователи (Chowdhry, Goyal, 2000), но лишь катализатором (и, возможно, также симптомом, усиливавшим отрицательное влияние на реальный ВВП, симптомом, который был, естественно, сведен к валютному кризису, усилившему кредитные проблемы у банков с внешней задолженностью). Более того, хотя банковские и долговые проблемы многих из азиатских стран, прошедших девальвацию, еще не решены, и в некоторых случаях усугубились (Orr, 1999), валютные курсы стабилизировались (а их динамика даже повернулась вспять), поскольку очень большая девальвация сделала возможным исчезновение дефицита счета текущих операций (или даже превратила его в избыток).

Азиатский кризис также повлиял на страны, не имевшие большого дефицита счета текущих операций, но это влияние было пропорционально меньшим. Например, даже Индия, проводившая политику регулирования потоков капитала и торгового протекционизма (Pesta, 2001), а также имевшая очень маленький дефицит счета текущих операций, равный всего 1,5%, пострадала от умеренной девальвации, составившей приблизительно 15%. Хотя регулирование движения капитала, возможно, помогло этой стране избежать искусственного обесценения валюты в связи со спекулятивными потоками капитала, довольно маленький дефицит счета текущих операций требовал некоторой корректировки валютного курса. С другой стороны, такой азиатский конкурент, как Китай, имевший избыток счета текущих операций, вообще не пострадал от какой бы то ни было девальвации, хотя эта страна имела очень серьезные проблемы в банковской сфере, а широко распространенная практика регулирования движения капитала не была достаточно строгой, чтобы предотвратить отток капитала оттуда размером свыше 10 млрд долл. (Lachica, 2000).

В некоторых странах, сталкивавшихся с кризисом (типа азиатских стран в 1997 г.), валюта обесценилась в большей степени, чем было достаточно для сбалансирования счета текущих операций (Stiglitz, 2002). В частности, инвесторы прогнозировали, что обесценение валюты привело бы к импорту более высокой инфляции (что потребовало бы дальнейшей девальвации), и они не верили, что правительство или центральный банк имели политическую волю

и возможность достаточно поднять процентные ставки, чтобы заставить отказаться от этой предсказуемой инфляции (и дальнейших девальваций). В этих случаях восприятие инвесторами ускоряющегося цикла девальвации, увеличивающей инфляционные ожидания, которые порождают дальнейшие девальвации, вылилось в то, что они потребовали гораздо более высоких процентных ставок, чем те ставки, при которых они вложили бы средства в валюты стран, переживающих кризис. Таким образом, именно ожидания инвесторов сами по себе, по меньшей мере, частично (если не полностью) привели к тому, что процентные ставки, требуемые для поддержания ценности валюты, совместимой с равновесием счета текущих операций, оказались настолько выше значений, которые в противном случае имели бы место при обесценении валюты, дозволенном властями (т. е. в простых терминах спроса и предложения имели место громадные оттоки капитала, которым страна, переживавшая кризис, не сопротивлялась посредством достаточно высоких процентных ставок). Хотя дальнейшее падение ценности валюты не усугубляло «импортируемую» инфляцию, большинство стран было способно, в конце концов, восстановить уверенность инвесторов часто посредством поддержания разумно высоких реальных процентных ставок в течение длительного времени, достаточных, чтобы углубить экономический спад (что также и снижало инфляционное давление, и улучшало состояние счета текущих операций). Таким образом, замкнутый круг девальвации, порождающей импортируемую инфляцию, которая, в свою очередь, порождает дальнейшую девальвацию, вызывающую еще большую инфляцию, был разорван.

Однако правительства некоторых стран, столкнувшихся с кризисом, были не в состоянии в течение некоторого времени в достаточной степени убедить инвесторов в том, что цикл валютной девальвации будет преодолен. Например, политический кризис (вызванный первоначальной инфляцией и потерями реального дохода, порожденными самой девальвацией) делал социально невозможным рост процентных ставок, достаточный для того, чтобы в начальной стадии остановить спираль «девальвация — инфляция — девальвация». Ведь политический кризис сам по себе побуждал инвесторов сомневаться в том, что цикла можно будет избежать. Однако после того, как ценность валюты снизилась более, чем на 80%, цикл в конце концов остановился (и гиперинфляции удалось избежать) с помощью демократического избрания популярных в народе лидеров, которые пообещали предотвратить дальнейший политический хаос. Это, возможно, ограничило степень и продолжительность ужесточения денежной политики, необходимой для восстановления доверия инвесторов.

Валютный кризис в Малайзии несколько отличался от кризисов в остальных странах, переживших их, вследствие того, что была выбрана возможность проведения особой политики. В частности, после начала валютного кризиса в 1997 г. Малайзия стала практиковать регулирование движения капитала, что сделало возможным более сильное, чем в других странах, падение процентных ставок (и в то же время девальвация валюты была минимизирована до уровня, позволяющего устранить дефицит счета текущих операций). Тем самым страна минимизировала краткосрочные отрицательные последствия кризиса, связанного с реальными доходами.

Российский кризис 1998 г. имел много общего с кризисами как в Индонезии, так и Малайзии. Этот кризис был частично связан с более ранним кризисом девальвации-гиперинфляции, который произошел, когда в 1991 г. правительство Б. Н. Ельцина трансформировало неконвертируемый российский рубль в конвертируемую валюту. Хотя стабильность инфляции и валютного курса в конечном счете поддерживались жесткой денежной политикой России в середине 1990-х гг., счет текущих операций стал в 1998 г. дефицитным после того, как азиатские валютные кризисы (и девальвации) снизили темпы миро-

вого экономического роста и уровень мирового спроса (и сделали российские товары менее конкурентоспособными). Поскольку прежде имела место гиперинфляция и поскольку непрерывная депрессия в России привела к очень серьезному политическому и социальному кризису, инвесторы почувствовали, что вероятность немедленной девальвации, предназначенной для решения проблем с российским платежным балансом, настолько велика, что страна окажется неспособной стабилизировать ситуацию, даже при реальных процентных ставках, превышающих 100% и даже при значительном финансировании со стороны МВФ. В частности, прошлые проблемы России сделали инвесторов особенно чувствительными к признакам или опасениям девальвации и инфляции (Choudhry, 1998). Вдобавок непрерывная экономическая депрессия и социальная напряженность увеличивали скептицизм инвесторов в отношении способности страны выплатить своим рабочим громадную сумму, образованную невыплатами заработной платы, и поэтому увеличило риск того, что правительство использует девальвацию валюты для решения проблем с платежным балансом своей страны и напечатает деньги, чтобы погасить задолженность по зарплате. Неэластичность спроса по изменениям валютного курса (Associated Press, 1998) и бегство капитала сделали требуемое снижение валютного курса особенно большим. Вследствие того, что после девальвации 1991 г., составившей 70%, Россия использовала практику регулирования движения капитала для стабилизации ситуации, чрезмерной валютной девальвации удалось избежать¹. В результате, хотя ВВП в России сразу после кризиса в 1998 г. и сократился, с тех пор он стал испытывать значительный подъем, первый, начиная с 1980-х гг.

Хотя всеми ожидалось, что Бразилия будет идти тем же путем, что и другие страны, сталкивавшиеся с кризисом, причем предполагалось первоначальное падение ее ВВП свыше 5% в 1999 г. сразу после валютной девальвации (Bennett, 1999)², эта страна приняла альтернативную стратегию, которая привела к значительно иным результатам. В Бразилии замена прежнего председателя Центрального банка на человека, имевшего тесные связи с крупными финансовыми инвесторами, вылилась в рост уверенности инвесторов в том, что эта страна окажется в состоянии избежать такого роста процентных ставок, который имел место в других странах. Тем самым страна смогла предотвратить глубокую депрессию и падение реального ВВП на такую величину, которая была бы достаточна для устранения дефицита счета текущих операций. В результате Бразилия была единственной из рассмотренных стран, чей дефицит счета текущих операций продолжал быть значительной процентной долей ВВП, составляя примерно 4% ВВП к началу 2002 г. (Mexico to Probe..., 2002). Этот пример является противоположностью трансформации в сбалансированный или избыточный счет текущих операций, чем характеризовались другие страны, пережившие кризис. Однако отметим, что Бразилия лишь преуспела в отсрочке решения, и тем временем реальные процентные ставки, назначенные потребителям, превысили 100% (Fritsch, 2000).

Вдобавок снижение ценности бразильской валюты было достаточно большой для того, чтобы вызвать жесткую рецессию в стране, являющейся ее крупным торговым партнером — Аргентине, поскольку Аргентина стала менее конкурентной относительно Бразилии. Данное обстоятельство тем самым сократило аргентинский экспорт и увеличило его импорт (что замедлило ее

¹ Экономический успех Китая в сфере регулирования движения капитала сделал финансовых экспертов еще более осведомленными о пригодности этого подхода в ситуациях, при которых дефицит счета текущих операций устранен или не существовал вообще (Roach, 1999).

² Первоначально также предсказывалось, что реальная заработная плата снизится приблизительно на 10%, в то время как уровень бразильской безработицы, согласно ожиданиям, значительно возрастет (Katz, Cohn, 1999).

собственный экономический рост). В то же время она была также вынуждена поднять процентные ставки, чтобы поддерживать ценность своей собственной валюты (что еще сильнее затормозило динамику аргентинской экономики). Неудивительно, что Аргентина стала самой последней жертвой валютного кризиса, а ценность ее валюты снизилась более чем на 60%, несмотря на то, что эта страна долго выставлялась «отличницей». В целом реальный выпуск в Латинской Америке сократился в течение 1998—2003 гг. (Davis, 2005).

Реальные последствия валютных кризисов

Дефициты счета текущих операций являются неотъемлемым свойством глобальной рыночной экономики по причинам, связанным с разнородными предпочтениями относительно временной структуры потребления, избыточными займами и чрезмерным потреблением, изменениями в условиях торговли, временными шоками в производительности и государственных расходах, а также оптимизацией инвестиционных расходов. Хронические дефициты счета текущих операций представляют особенно серьезную проблему, которой нужно уделить внимание (Yusoff, 1997), особенно, если финансовые средства были получены для обеспечения чрезмерного потребления или сверхвложений в отрасли типа недвижимости, которые не вносят вклад в будущий рост производительности торгуемых на мировых рынках товаров и услуг (McKinnon, Pill, 1996). Как математически показано в работе Мёрфи (Murphy, 2003), классическое рыночное решение проблемы дефицита счета текущих операций может привести только к циклу девальвация — инфляция — девальвация, который должен в конечном счете быть остановлен посредством сокращения реального дохода в стране, испытывающей проблему платежного баланса.

Сокращение реального дохода, необходимое для сбалансирования торгового баланса и счета текущих операций свободных рынков, неизменно отражается на группах лиц с низким доходом (Catalinotto, 1998). Например, в Восточной Европе безработица возросла с 0 до приблизительно 10%, и, по оценкам, 50—80% населения в долгосрочном плане оказалось ниже черты бедности (Becker, 1997). Реальная заработная плата сократилась примерно на 50% в Мексике после кризиса в 1994 г. (Inflation Fight..., 1999). Это сосредоточение отрицательных эффектов в бедных слоях часто рассматривается как экономически необходимое, поскольку группы лиц, обладающих высоким доходом, отличаются большей мобильностью в международном плане. В результате уменьшение их доходов может привести к эмиграции наиболее квалифицированного труда и бегству капитала, что может снизить реальную производительность и вылиться в дальнейшие проблемы с платежным балансом. Хотя экономическая депрессия в любом случае может привести к утечке мозгов, что четко иллюстрирует Россия в 1990-е гг. (Ludwig, 2001), величина этой утечки может быть смягчена сосредоточением отрицательных эффектов депрессии в бедных слоях.

Некоторые ученые выдвигают тезис, согласно которому самым богатым следует предоставлять даже большую «долю пирога», поскольку они наиболее производительны и используют свое богатство самым мудрым образом, якобы к выгоде всех (Strobel, Peterson, 1999). Эта аргументация нарушается в тех случаях, когда люди получают свое богатство через наследство, через преступления, через другие непродуктивные и контрпродуктивные способы. Данная аргументация также игнорирует тот факт, что богатые становятся богаче просто потому, что они больше сберегают и инвестируют (Deardorff, 1994).

Тем не менее доктрина «перетока средств к элите» очень сильно распространяется лицами, обладающими большим богатством (Foerstel, 2000), даже в странах с чрезмерными избытками счета текущих операций (типа Японии), где распространяются опасения относительно будущих проблем платежного баланса (Bloomberg, 1999).

Даже без сознательного намерения вызвать самые отрицательные последствия в виде снижения реальных доходов у бедных слоев, жесткая денежная политика сама по себе оказывает особенно отрицательное влияние на самых бедных слоев общества. В частности, жесткая денежная политика имеет тенденцию увеличивать безработицу (и создавать большее количество бедных людей) и тем самым также сокращать спрос на труд и реальную заработную плату (Chossudovsky, 1997). Хотя это несбалансированное влияние на бедных обычно объясняется или маскируется в виде коллективных усилий по остановке инфляции, а более неприкрытые мероприятия просто «выкачивают» деньги из бедных, которые часто не способны к совместным действиям против (таким, как уменьшение благосостояния, или «реформирование рынка труда» через уменьшение мощи профсоюзов). Дело обстоит так, даже несмотря на то, что, согласно эмпирическим исследованиям, именно жесткая денежная политика и снижение темпов реального экономического роста обычно «сами по себе» замедляют инфляцию (Leybourne, Mizen, 1999).

Возможности избежания валютных кризисов в глобализованной мировой экономике

Отрицательные последствия проблем с платежным балансом и результирующие валютные кризисы не являются обязательно неизбежными, даже в странах с развитой рыночной экономикой, поскольку при попытках избежания или смягчения этих последствий можно использовать бесчисленное множество инструментов политики. Однако стандартные мероприятия, предназначенные для этого, включая принятие жесткой денежной политики (типа золотого стандарта или Валютного союза), введение регулирования движения капитала, рост относительного протекционизма и повышение производительности, часто оказываются неэффективными или просто не могут быть реализованы в рамках нового порядка глобального мира.

Золотой стандарт и валютные союзы

Один из планов непосредственного избежания валютных кризисов заключается в устранении колебаний валютных курсов с помощью системы жестких валютных курсов типа золотого стандарта или Валютного союза (когда разные страны или регионы принимают одинаковую валюту).

Одно из крупных рекламируемых преимуществ систем жестких валютных курсов состоит в том, что в такой ситуации дефицит счета текущих операций теоретически можно профинансировать с помощью малого увеличения внутренних процентных ставок (Ishiyama, 1975). В частности, когда все страны фактически используют одну и ту же валюту, каждой отдельной стране, имеющей дефицит счета текущих операций (и более слабую валюту), не обязательно выплачивать инвесторам более высокие процентные ставки, чтобы компенсировать им риск девальвации валюты (King, 1998). Однако такое финансирование может иметь место лишь до тех пор, пока иностранцы фактически имеют требование на весь капитал в стране, и в течение этого времени сокращение дохода и потребления (необходимое для того, чтобы сбалансировать счет текущих операций), тем не менее, должно произойти, если подобная денежная политика будет продолжаться. Таким образом, хотя система жестких обменных курсов может сократить издержки финансирования дефицита счета текущих операций (и поэтому не вылиться в такое крупное обострение данной проблемы, которое может иметь место без системы жестких курсов), в целом ее последствия фактически не отличаются от последствий субсидируемого финансирования со стороны МВФ.

Вдобавок, как было объяснено Фладом и Гарбером (Flood, Garber, 1984), несмотря на обещания и гарантии, исторически правительства отказывались

от золотого стандарта и других видов жесткой денежной политики (типа поддержания фиксированных валютных курсов), обычно как раз перед «заключительным пунктом» — ситуацией отсутствия дальнейших запасов капитала или резервов, которыми можно было бы заплатить инвесторам, спекулирующим по отношению к жесткой системе. Даже фиксированные валютные курсы, поддержанные валютным комитетом, требующим полного обеспечения отечественной валюты иностранными валютными резервами, устраняются, как показал недавний случай с Аргентиной. Всего лишь возможность такой девальвации в любой момент времени может побудить инвесторов потребовать значительно более высокую процентную ставку для того, чтобы продолжить финансирование дефицита счета текущих операций. Если требуемый рост процентных ставок чрезвычайно велик, поскольку инвесторы полагают, что вероятность девальвации очень высока (как обычно и происходит, когда Центральному банку в достаточной степени не доверяют, и инвесторы вовлекаются в «спекулятивную» атаку на валюту), правительство часто «вынуждается» (фактически ожиданиями девальвации со стороны инвесторов) устранять жесткую денежную политику (ведь альтернатива глубокой экономической депрессии, порождаемой чрезвычайно высокими процентными ставками, может быть политически недостижимой).

Отметим, что вероятность девальвации в системе фиксированных валютных курсов зависит от легальности девальвации (и поэтому от существования значительно завышенных процентных ставок). Например, маловероятно, что отдельные штаты, находящиеся под контролем одного федерального правительства, типа 50 штатов в США, будут в состоянии отказаться от использования единой валюты, поскольку, согласно закону, это невозможно без революции или выхода из системы. Однако следует упомянуть, что революции и выходы из системы случались даже в очень жесткой федеральной системе, как показывала история США в 1860-е гг. и совсем недавно история Советского Союза. Кроме того, изменение валютного курса является более достижимым делом в более слабой федерации. Примером являются государства-члены европейской валютной системы. Таким образом, ни в каком из случаев единая валюта или фиксированный валютный курс полностью не сводят к нулю вероятность девальвации.

Более того, даже при единой валюте, различия в выплатах за невыполнение обязательств и, следовательно, в процентных ставках могут дойти до такой степени, что долги отдельных штатов или государств, входящих в Валютный союз, не гарантируются централизованной федеральной системой. Такие завышенные процентные ставки в одном регионе могут вынудить падение в нем реальных доходов в более ранний период, чем в других регионах, как это происходит в случае отсутствия Валютного союза.

Следует также упомянуть, что, даже без какой-либо девальвации и при приблизительно одних и тех же процентных ставках в странах-членах Валютного союза, использование единой валюты не приводит естественным образом к равному процветанию во всем союзе. В частности, когда разница в доходах существует, она может сохраняться в течение многих десятилетий (или даже столетий) даже в рамках региона единой валюты, что хорошо иллюстрируют бедные части Италии и США. Одна из причин, по которым разница в доходах сохраняется, состоит в том, что инвестиции, увеличивающие доход, привлекаются прежде всего в регионы, расположенные как можно ближе к большим рынкам, состоящим из людей с повышенными доходами, поскольку находящиеся поблизости производственные мощности уменьшают транспортные и сбытовые издержки поставок товаров и услуг к этим регионам. Хотя инвестиции, увеличивающие мощности, могут привлекаться и в регионы с низкими доходами, этот процесс сокращения дохода прекратится после того, как разница в заработной плате сократится до уровня, при котором она уже не компенсирует раз-

ницу в транспортных издержках¹. Еще одна причина устойчивости разницы в доходах состоит в том, что инвестиции, увеличивающие производительность, и механизация особенно сосредотачиваются в регионах с более высокими доходами, поскольку выгод от таких инвестиций больше в богатых районах с большими затратами на заработную плату (а также с большей квалификацией и более хорошим образованием). Наконец, самый ценный «человеческий капитал» (т. е. самые квалифицированные работники), привлекаются в регионы с высоким уровнем богатства, который делает возможным обеспечить более высокую заработную плату, лучшее образование, более квалифицированные рабочие места и более высокие жизненные стандарты посредством более значительных инвестиций в механизацию и инфраструктуру (тем самым оставляя менее квалифицированных и низкооплачиваемых работников по большей части в бедных районах и тем самым «естественным» образом увеличивая разницу в региональных доходах). Хотя некоторые из этих проблем можно смягчить с помощью государственных субсидий, налогов и других мероприятий, здесь важно отметить, что Валютный союз (или другие виды жесткой денежной политики) не решают проблемы с платежным балансом и сами по себе не представляют оптимального метода избежания валютных кризисов.

Регулирование движения капитала

Другое часто предлагаемое решение проблем, связанных с платежным балансом, состоит в регулировании движения капитала (Giovannini, 1992). Эта мера широко применялась почти всеми странами после Второй мировой войны для ограничения бегства капитала (и препятствования понижающему давлению на валютные курсы, которое могло вылиться в инфляцию или потребовать роста внутренних процентных ставок в качестве противодействия), хотя сейчас указанное ограничение устранено во многих развитых странах, накопивших достаточный объем капитала для того, чтобы быть конкурентоспособными в международном масштабе (Dooley, 1996)².

Регулирование капитала можно использовать для приостановки оттоков инвестиций, которые обычно происходят, когда инвесторы чувствуют возросшую вероятность обесценения валюты, что часто происходит после исходной девальвации. В частности, регулирование движения капитала пригодно для того, чтобы позволить стране поддерживать процентные ставки ниже уровня, который в противном случае потребовался бы для предотвращения обесценения валюты, превышающего размеры минимальной девальвации, необходимой для сбалансирования счета текущих операций. В результате избыточной девальвации (и результирующей инфляционной спирали) можно избежать без чрезмерных потерь реального дохода, которые порождаются чрезвычайно высокими процентными ставками. Вдобавок если регулирование движения капитала используется для ограничения оттоков капитала, и в то же время обеспечиваются стимулы (снижение налогов, контракты, гарантирующие доступ инвесторов к иностранной валюте в целях репатриации, торговые барьеры, стимулирующие местное производство, и т. д.) для прямых иностранных инвестиций, то возникает возможность финансирования дефицита счета текущих операций посредством частных инвестиций. При этом не нужно прибегать к росту процентных ставок (и, таким образом, к немедленным потерям реаль-

¹ Исторические данные за большие промежутки времени содержат очень мало фактических свидетельств какого-либо положительного потока капитала из богатых стран в бедные страны, даже в эмпирических примерах широко распространенного международного золотого стандарта (O'Rourke, Williamson, 1999).

² Регулирование движения капитала обычно используется для уменьшения объема бегства капитала, но иногда оно применяется (в странах типа Германии) для поддержания большей автономии экономики и предприятий, а также для уменьшения размера нежелательного удорожания валюты (Caves, Frankel, Jones, 1996).

ного дохода) и к допущению немедленного обесценения валюты (и, таким образом, к возрастанию в ближайшем будущем инфляции)¹.

Регулирование движения капитала также полезно для сопротивления бегству капитала в силу тех факторов, которые прямо не связаны с дефицитом счета текущих операций. Например, регулирование движения капитала можно использовать для предотвращения искусственной девальвации валюты, порождаемой экзогенным шоком (типа случайного оттока капитала). Хотя искусственная девальвация в такой ситуации может дать только временный эффект (поскольку результирующее падение валютного курса может создать избыток счета текущих операций, который в конечном счете будет оказывать противоположное давление на этот курс), неэластичность спроса может иногда вылиться в девальвацию валюты, фактически порождающую ухудшение ситуации со счетом текущих операций (Goldstein, Khan, 1978). Вдобавок инфляция, вызванная обесценением валюты, может в конечном счете компенсировать любое конкурентное преимущество, созданное первоначальной девальвацией, так что может произойти все тот же самый объясненный ранее цикл «девальвация — инфляция — девальвация» (даже когда первоначальная девальвация происходит при «здоровом» состоянии счета текущих операций). В результате регулирование движения капитала может быть очень пригодным для избежания таких отрицательных эффектов в этих случаях, — его можно использовать для сдерживания бегства капитала, которое иногда возникает вследствие боязни инвесторов в отношении самого факта подобного регулирования (Dellas, Stockman, 1993).

Малайзия дает практический пример в рамках азиатского валютного кризиса 1997 г., согласно которому, по меньшей мере, некоторая форма ограничения на движение капитала может уменьшить жесткость валютного кризиса (Phillips, 1999); точно так же Россия имела определенный успех в предотвращении еще одной крупной экономической катастрофы за счет использования неформального регулирования движения капитала после ее второго валютного кризиса в 1998 г. Китай продемонстрировал, что валютных кризисов можно полностью избежать с помощью перманентного регулирования движения капитала до тех пор, пока не возникнет дефицит торгового баланса или счета текущих операций.

Однако в нормальных обстоятельствах регулирование движения капитала только отсрочивает уменьшение реального дохода или снижение валютного курса до некой будущей даты, когда такое регулирование устраняется (или когда весь местный капитал оказывается в собственности у иностранцев), и его, как правило, нельзя использовать для решения проблемы существующего дефицита счета текущих операций. Тем временем регулирование движения капитала может создать неэффективность в размещении капитала и контрпродуктивные черные рынки, а также отбить стимулы к некоторым производительным иностранным инвестициям. В результате указанное регулирование может также вызвать рост дефицита счета текущих операций в длительной перспективе.

¹ В действительности, регулирование движения капитала может, как ни странно, вылиться в значительное увеличение прямых зарубежных инвестиций, если государственные ограничения приводят к значительному экономическому росту, привлекающему иностранный капитал, и предотвращают экономические катастрофы, отпугивающие иностранные инвестиции. Например, хотя Восточная Европа быстро уменьшала масштабы валютного регулирования в начале 1990-х гг. (Williamson, 1991), а Китай делал то же самое, только очень медленно, уровень прямых иностранных инвестиций в Восточную Европу составлял менее 1/10 суммы, ушедшей в Китай (In Osteuropa..., 1991). Эта ситуация не изменилась сильно и к концу 1990-х гг., хотя Китай все еще регулирует движение капитала, и приблизительно свыше половины всех иностранных инвесторов в Китае были не в состоянии заработать прибыль на очень конкурентном, но быстро растущем рынке. Прямые инвестиции в Россию умеренно возросли к 1999 г. после того, как Россия усилила регулирование движения капитала и другие виды государственного вмешательства в функционирование свободных рынков, несмотря на то, что годовые потоки прямых инвестиций в Россию все еще остаются на уровне, меньшем 5% вложений в Китай (Chazan, 2002), который в настоящее время привлекает больше иностранного капитала, чем любая другая страна в мире (Sesit, 2004).

Изменения относительного протекционизма

Еще один возможный путь избежания обесценения валюты или сокращения реального дохода в ситуации дефицита счета текущих операций реализуется через изменение относительного протекционизма (Borkakoti, 1998). К протекционизму относятся не только классические барьеры в виде тарифов и квот (Winkelmann, 1998), но и валютное регулирование, вводящееся в целях регулирования торговых сделок, множественные валютные курсы (предназначенные для отбивания стимулов к импорту товаров, не являющихся предметами первой необходимости) и субсидии, выданные отечественным предприятиям, конкурирующим против иностранных компаний, равно как и требования к техническим стандартам, а также деловые и правовые системы, препятствующие сбыту импорта (Hine, 1994).

Развитые страны Западной Европы (равно как и Япония) очень эффективно использовали протекционизм (особенно валютный курс) после Второй мировой войны для того, чтобы генерировать быстрый экономический рост, не страдая от отрицательных побочных эффектов, связанных с дефицитом счета текущих операций (Williamson, 1991). Однако теперь они достигли такого уровня благосостояния, который позволяет им иметь достаточные уровни капитала и механизации, чтобы быть конкурентоспособными на международном уровне, не нуждаясь в таких жестких ограничениях импорта (и поэтому они недавно перешли к системе полностью конвертируемых валют). С другой стороны, уровень протекционизма для развивающихся стран, еще не достигших адекватного уровня международной конкурентоспособности (из-за неадекватных запасов капитала и ресурсов), остается обычно более высоким, чем для развитых стран (Anderson, 1995).

По поводу устранения торговых барьеров обычно ведутся переговоры, на многостороннем уровне, через такие организации, как Всемирная торговая организация (ВТО), ЕС и НАФТА, или на двустороннем уровне. Эти переговоры обычно выливаются в более значительное уменьшение протекционизма (что увеличивает объемы торговли и производительность во всем мировом хозяйстве) по сравнению с тем, к чему привели бы односторонние действия (Bagwell, Staiger, 1999).

Страны с меньшими уровнями протекционизма выигрывают больше от какого-либо общего соглашения о пропорциональном увеличении торговли, но, поскольку такие страны могут предложить лишь меньшее снижение торговых барьеров, они имеют меньший вес на переговорах, вводящих такие соглашения. Хороший пример этой проблемы с переговорами — Новая Зеландия, которая была одной из наименее протекционистских стран в мире с середины 1980-х гг. (McLoughlin, 1993). В результате проводившейся Новой Зеландией политики свободной торговли, высказанная ею в 1999 г. просьба о присоединении к НАФТА, была отвергнута США, поскольку Новая Зеландия, по сути, ничего не могла предложить взамен (Barber, 1999). Иными словами, снижение североамериканских торговых барьеров на импорт из Новой Зеландии, которые произошли бы, если бы она присоединилась к НАФТА, были гораздо больше, чем любое уменьшение новозеландских барьеров на импорт из Северной Америки, поскольку Новая Зеландия уже устранила большинство своих барьеров.

Вес на переговорах, обеспечивающих преимущественные изменения в протекционизме, также зависит от размера страны, ее богатства и военной мощи. Доступ к экспортным рынкам крупных и богатых государств относительно более важен для малых и бедных стран (для которых каждый доллар, заработанный посредством торговли, представляет значительную часть их маленьких доходов). Таким образом, бедные страны готовы предложить таким государствам больше уступок для получения указанного доступа. Вдобавок мощная экономическая сила может всегда сказать последнее слово в любых политических переговорах. Воз-

можно, поэтому крупная многосторонняя торговая организация, ВТО, воспринимается очень многими как находящаяся под контролем развитых стран (Cooper, 1999), которые пытаются открыть для торговли отрасли, в которых они конкурентны, и в то же время сохранить защищенными другие отрасли. Аналогичным образом пытаются поступать европейские страны и Япония. Например, хотя развитые страны поддерживают во многих отраслях торговые барьеры на импорт из бедных развивающихся стран с серьезными проблемами в сфере платежного баланса (Moffett, 1997), они используют мощь ВТО для воздействия на некоторые из тех же самых стран для того, чтобы те открыли свои рынки для экспорта из развитых стран в тех же самых отраслях.

Хотя та или иная страна может в одностороннем порядке увеличить степень протекционизма относительно импорта, существует значительный риск в виде санкций от торговых партнеров или других наказаний, согласно двусторонним или многосторонним соглашениям (Wong, 1997). Даже попытки запретить ввоз продуктов, характеризующихся научно доказанным риском для здоровья, могут вылиться в санкции в рамках системы ВТО (Reuter, 1999).

Иногда выгодное одностороннее снижение торговых барьеров предпринимается зарубежной страной (или зарубежными странами), но такого типа снижения обычно ограничены. Один из примеров — США, которые в одностороннем порядке снизили субсидии овцефермам в начале 1990-х гг. Это уменьшение субсидий позволило Новой Зеландии удвоить свой реальный экспорт бараньего мяса в США к середине 1990-х гг. (de Lacy, 1999). Однако увеличение рыночной доли за пределы этого уровня привело к угрозам санкций со стороны США, и существует мало оснований ожидать, что значительное одностороннее уменьшение протекционизма произойдет в потенциально более важных отраслях типа молочного сельского хозяйства США или европейского сельского хозяйства в целом.

Таким образом, хотя относительное увеличение протекционизма по отношению к импорту в данной стране в сравнении с каким-либо изменением в протекционизме по отношению к экспорту из этой же страны может показаться безболезненным способом корректировки проблем со счетом текущих операций (и избежания отрицательных последствий обесценения валюты или уменьшения реального дохода), такое решение требует сотрудничества торговых партнеров и часто не является достижимым (Staiger, 1995). Кроме того, как отмечено в работе Белтраме и Миллмана (Beltrame, Millman, 1999), даже для стран, имеющих в настоящий момент проблемы со счетом текущих операций, всегда существует риск неблагоприятных изменений относительного протекционизма вследствие политики предприятий, лоббирующих протекционизм только в отраслях, в которых конкуренция со стороны импорта причиняет им прямой ущерб. В то же время местные предприятия естественным образом лоббируют больший уровень свободной торговли (и меньший уровень внутреннего протекционизма) в отраслях, в которых они получают выгоду от дешевых импортируемых компонентов и продуктов (например, отрасли, обслуживающие иностранных туристов, типа мотелей, обычно лоббируют больший уровень свободной торговли для того, чтобы снизить как свои собственные издержки, так и издержки своих клиентов). Предприятия могут оказывать значительное политическое давление для того, чтобы гарантировать соблюдение своих интересов (за свободную торговлю или против нее) (Rodrik, 1995). Когда изменение в относительном протекционизме является неблагоприятным (либо вследствие низкого веса, или неудачной стратегии на переговорах, либо из-за давления, оказываемого бизнесом на политиков, ведущих переговоры), оно может усилить проблемы, связанные с платежным балансом.

Увеличивая производительность

Еще один способ избежать немедленного обесценения валюты или потери реального дохода состоит в увеличении производительности экспортеров или

предприятий, которые конкурируют относительно импорта. Такой рост производительности можно достичь посредством увеличения инвестиций в этих отраслях, которое может быть стимулировано с помощью налоговой политики в развитых странах. Особые торговые зоны, такие как в Китае, которые привлекают иностранные инвестиции для целей экспорта (через снижение налогов и другие стимулы), также весьма пригодны для стран, даже когда (или особенно когда) они генерируют мало выручки иностранным инвесторам или в краткосрочном периоде вообще не генерируют (Eisinger, 2004).

Однако чрезмерные инвестиционные субсидии предприятиям, которые конкурируют с фирмами из зарубежных стран, или иные виды поощрения для таких предприятий, могут привести к санкциям со стороны этих стран в форме протекционизма или компенсирующих поощрений для их собственных предприятий. В работе (Anis, Ross, 1992) отмечены случаи, в которых субсидирование экспорта может благоприятствовать как импортирующим, так и экспортирующим странам, но в этой же работе также признается, что во многих ситуациях могут быть наложены и санкции.

Следует также упомянуть, что простое снижение подоходных налогов и введение свободной рыночной экономики в данной стране часто оказываются особенно контрпродуктивными решениями проблем, связанным с платежным балансом. Например, такая политика может просто вылиться в рост потребительских расходов (в том числе и на импорт) и, таким образом, увеличить дефицит счета текущих операций (Peeters, 1999). В частности, снижение ставок подоходного налога уменьшает стимулы к осуществлению производственных инвестиций (Gordon, 1995) и обеспечивает предпринимателям меньше стимулов избегать уплаты налогов, что требует инвестиций (типа покупки основных активов для получения связанного с износом удержания налогов или вовлечения в стратегию долгосрочного инвестирования с последующим реинвестированием доходов во избежание налогов на инвестиционные доходы и выигрыш от прироста рыночной ценности активов). Более того, в работах (Zinn, 1995) и (Strobel, Peterson, 1999) приведены американские данные, свидетельствующие о положительной связи между налогами на прибыль корпораций и инвестициями. Они означают, что снижение корпоративных налогов может лишь позволить увеличить потребление доходов от капитала. Приватизация государственных активов может также снизить уровень инвестиций, если выручка от продаж потребляется государством, или же индивидами, если последним делается скидка в форме снижения налогов (Mackenzie, 1998). Более того, оказалось, что стратегии, связанные с приватизацией и введением свободного рынка, сочетались с ростом коррупции.

Например, Новая Зеландия стала реализовывать стратегию по введению свободного рынка и низких налогов с середины 1980-х гг. (Quaintance, 1998). При этом модель свободного рынка также привела к сокращению расходов новозеландского правительства в таких сферах, как образование и инфраструктура, в то же время не обеспечив никаких традиционных субсидий производственным предприятиям типа финансирования экспорта (Barber, 1996) и общего содействия бизнесу (Brockett, 1999). Результатом явился экономический застой, сопровождавшийся очень низким уровнем образования нового капитала, низкими расходами на НИОКР и низкими инвестициями в инфраструктуру. В то же время значительно увеличился дефицит счета текущих операций Новой Зеландии, причем этот дефицит был усилен односторонним снятием страной протекционистских барьеров в течение последних двух десятилетий: только с 1988 по 1996 г. взвешенный по объему торговли средний тариф Новой Зеландии на импортируемые товары сократился приблизительно с 20 до 5% (Howard, 1997).

Кроме того, движение Новой Зеландии к приватизации государственных компаний привело к «близорукой» политике предприятий, которая не принесла выгод экономике в целом или ее платежному балансу. Например, приватизация

новозеландских государственных авиалиний привела к таким тарифам на пассажирские авиаперевозки, что путешествия новозеландцев за границу оказались намного дешевле, чем посещения иностранцами Новой Зеландии. По-видимому, авиалинии установили цены, которые максимизировали их собственную прибыль независимо от влияния на Новую Зеландию в целом (что нормально для частной компании). В результате многие новозеландцы потратили примерно столько своих предназначенных для туристических целей денег в зарубежных странах, сколько израсходовали иностранные туристы в Новой Зеландии, несмотря на тот факт, что Новая Зеландия является одним из самых привлекательных туристических центров мира. Учитывая, что большая стоимость путешествия в Новую Зеландию представляет собой одно из самых серьезных препятствий на пути увеличения выручки от туризма для страны, что туризм — это крупнейшая экспортная отрасль Новой Зеландии (валютная выручка которой приблизительно равна дефициту счета текущих операций Новой Зеландии) и что существуют достаточные возможности удвоения количества туристов, могущих посетить Новую Зеландию, количества, которое сейчас находится на низком уровне и слегка превышает один миллион (Purdue, 1999), альтернативная стоимость потерянного вследствие искусственно завышенных тарифов на пассажирские авиаперевозки в Новую Зеландию туристического бизнеса может быть громадной.

Более того, как объяснялось прежде, одностороннее снижение Новой Зеландией степени протекционизма может лишь ухудшить состояние счета текущих операций.

Заключение

Валютные кризисы являются неотъемлемым свойством глобализации в мировой экономике. Они часто усугубляют бедность и препятствуют экономическому росту и производительности. Тем временем развитые страны сами по себе в настоящее время подвержены тем же валютным проблемам, что и бедные страны. В частности, дефицит торгового баланса и счета текущих операций в США чрезвычайно велики и составляют почти 5% ВВП этой страны. Данный показатель приближается к показателям других стран, испытавших валютные кризисы, и, по всей вероятности, большое снижение реального дохода (или снижение темпов роста с течением времени) будут необходимы США для решения этой проблемы. Хотя богатая страна с крупными проблемами платежного баланса является необычным феноменом, чрезмерное потребление и недальновидное экономическое поведение подвергли риску богатство и силу США. Несмотря на то, что некоторая разновидность политики, возможно, преуспешет в избежании снижения реального дохода, необходимого для уравнивания торгового баланса США, такая политика столкнется с суровым и устойчивым сопротивлением со стороны торговых партнеров. Подобное сопротивление может создать издержки, намного превышающие выгоды.

Источники

- Сабов З. А.* Валютная конвертируемость в переходный период. Функции валютной конвертируемости как предпосылка и результат преобразования социалистического планового хозяйства в рыночное. СПб., 1998.
- Aalund D.* A Nation Still Divided // Wall Street Journal. 1999. 27 September.
- Abuaf N., Jorion P.* Purchasing Power Parity in the Long Run // Journal of Finance. 1990. Vol. 45. P. 157—174.
- Afesoglu S., Dutkowsky D.* On the Dynamics of Balance of Payments Constrained Growth // Applied Economics. 1997. Vol. 29 P. 1343—1351.
- Agenor P., Masson P.* Credibility, Reputation, and the Mexican Peso Crisis // Journal of Money, Credit, and Banking. 1999. Vol. 31. P. 70—84.

- Anis A., Ross T.* Imperfect Competition and Pareto-Improving Strategic Trade Policy // Journal of International Economics. 1992. Vol. 33. P. 363–371.
- Associated Press.* Russians Strung Out From Import Addiction // Flint Journal. 1998. 1 October.
- Bagwell K., Staiger R.* An Economic Theory of GATT // American Economic Review. 1999. Vol. 89. P. 215–248.
- Barber D.* Frustrating Wait for Backer Financing // National Business Review. 1996. 14 June.
- Barber D.* Fat Chance of New Zealand Trade Agreement with US // National Business Review. 1999. 26 February.
- Becker B.* The Soviet Union in Perspective // Workers World. 1997. N 39. 15 May. P. 31–35. Section 2.
- Beltrame J., Millman J.* U.S. Trade Gap's New Culprits: Canada, Mexico // Wall Street Journal. 1999. 21 July.
- Bennett N.* Debt Spiral Adds to Currency Woes // National Business Review. 1999. 12 March.
- Berg A., Patillo C.* Are Currency Crises Predictable? A Test // IMF Staff Papers. 1999. P. 107–138.
- Bloomberg.* Japan's People 'Must Feel Pain' // Dominion. 1999. 15 May. P. 13.
- Borkakoti J.* International Trade: Causes and Consequences. New York, 1998.
- Brockett M.* NZ Risks Becoming 'Australian Colony' // Dominion. 1999. 13 April. P. 2.
- Calvo G., Mendoza E.* Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold // Journal of International Economics. 1996. Vol. 41. P. 235–264.
- Catalinotto J.* U.S. Shields 1980 Killers of Nuns // Workers World. 1998. 16 April. P. 11.
- Caves R., Frankel J., Jones R.* World Trade and Payments. New York, 1996.
- Chazan G.* Russia Says It's Moving to Cut Red Tape // Wall Street Journal. 2000. 12 October.
- Chossudovsky M.* The Globalization of Poverty: Impacts of IMF and World Bank Reforms. Penang, 1997.
- Choudhry T.* Another visit to the Cagan Model of Money Demand: the Latest Russian Experience // Journal of International Money and Finance. 1998. Vol. 17. P. 355–376.
- Chowdhry B., Goyal A.* Understanding the Financial Crisis in Asia // Pacific-Basin Finance Journal. 2000. Vol. 8. P. 135–152.
- Cooper H.* A Question-and-Answer Guide to Issues, Players at the WTO Meeting in Seattle // Wall Street Journal. 1999. 26 November.
- Davis B.* IMF Wants Further Economic Liberalization in Latin America // Wall Street Journal. 2005. 9 February.
- De Lacy H.* How NZ Ruined a Good Market // The Press. 1999. 1 May. P. 10.
- Deardorff A.* Growth and International Investment With Diverging Populations // Oxford Economic Papers. 1994. Vol. 46. P. 477–491.
- Dellas H., Stockman A.* Self-Fulfilling Expectations, Speculative Attack, and Capital Controls // Journal of Money, Credit, and Banking. 1993. Vol. 25. P. 721–730.
- Dooley M.* A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions // IMF Staff Papers. 1996. N 43. P. 639–687.
- Dornbusch R., Werner A.* Mexico: Stabilization, Reform and No Growth // Brookings Papers on Economic Activity. 1994. Vol. 1.
- Eisinger J.* China Risk Goes Beyond Hard Landing // Wall Street Journal. 2004. 4 October 4.
- Eiteman D., Stonehill A., Moffett M.* Multinational Business Finance. Eighth Edition. Reading, 1998.
- Flood R., Garber P.* Gold Monetization and Gold Discipline // Journal of Political Economy. 1984. Vol. 92. P. 90–107.
- Foerstel L.* (ed.). War, Lies & Videotape. New York, 2000.
- Fritsch P.* Brazilian Central Bank Isn't Expected to Lower Interest Rates at Policy Session Set for Next Week // Wall Street Journal. 2000. 16 March.
- Giovannini A.* Capital Controls and International Trade Finance // Journal of International Economics. 1992. Vol. 33. P. 285–304.
- Goldstein F.* Brazil and the Imperialist Banks // Workers World. 1999. 28 January.
- Goldstein M., Khan M.* The Supply and Demand for Exports: A Simultaneous Approach // Review of Economics and Statistics. 1978. Vol. 60. P. 275–286.
- Gordon R.* Can High Tax Rates Encourage Entrepreneurial Activity // IMF Staff Papers. 1995. Vol. 42. P. 49–80.
- Gwiazda A.* Das Waehrungssystem der RGW-Laender // Aus Politik und Zeitgeschichte. 1986. 25 January. S. 28–37.
- Henderson C.* Asia Falling New York, 1998.
- Hine R.* International Economic Integration // Surveys in International Trade / Ed. by D. Greenaway and A. Winters. Oxford, 1994. P. 234–272.
- Howard J.* Investment for Growth // Australian Prime Minister Statement. 1997. 8 December. www.isr.gov.au/growth/html/trade.html.
- Hufbauer G., Schott J.* North American Free Trade: Issues and Recommendations. Washington, 1992.
- IMF. World Economic Outlook. Washington, 1998. October.
- Inflation Fight Gives Mexicans a Boost // Wall Street Journal. 1999. 19 October.
- In Osteuropa bleibt der erhoffte massive Investitionsfluss aus // Europaeische Wirtschaft. 1991. 13 December.
- Ishiyama Y.* The Theory of Optimum Currency Areas // IMF Staff Papers. 1975. Vol. 22. P. 344–383.
- Jomo K.S.* (ed.). Tigers in Trouble. London, 1998.

- Kaminsky G., Reinhart C.* On Crises, Contagion, and Confusion // *Journal of International Economics*. 2000. Vol. 51. P. 145–168.
- Katz I., Cohn L.* Pulling Brazil Back From the Brink // *Business Week (Asian Edition)*. 1999. 10 May. P. 64–65.
- King A.* Uncovered Interest Parity: New Zealand's Post-Deregulation Experience // *Applied Financial Economics*. 1998. Vol. 8. P. 495–503.
- Lachica E.* Asian Capital Controls Were No Panacea // *Wall Street Journal*. 2000. 12 January.
- Leybourne S., Mizzen P.* Understanding the Disinflations in Australia, Canada, and New Zealand Using Evidence from Smooth Transition Analysis // *Journal of International Money and Finance*. 1999. Vol. 18. P. 799–816.
- Ludwig G.* Broken Empire. Washington, 2001.
- MacDonald R.* Empirical Studies of Exchange Rate Determination // *Current Issues in Monetary Economics* / Ed. by D. Lewellyn, C. Milner. London, 1990.
- Mackenzie G.* The Macroeconomic Impact of Privatization // *IMF Staff Papers*. 1998. Vol. 45. P. 363–373.
- McKinnon R., Pill H.* Credible Liberalizations and International Capital Flows: the 'Overborrowing Syndrome' // *Financial Deregulation and Integration in East Asia* / Ed. by T. Ito, A. Krueger. Chicago, 1996. P. 7–42.
- McLoughlin D.* Why Won't the Economy Fly? // *North & South*. 1993. July. P. 44–54.
- Mexico to Probe 1968 Student Massacre // *Wall Street Journal*. 2002. 22 February.
- Miller M.* The Current Southeast Asia Financial Crisis // *Pacific-Basin Finance Journal*. 1998. Vol. 6. P. 225–233.
- Miyakoshi T.* The Causes of the Asian Currency Crisis: Empirical Observations // *Japan and the World Economy*. 2000. N 12. P. 243–253.
- Moffett M.* Brazil Suddenly Faces Export Slowdown // *Wall Street Journal*. 1997. 12 March.
- Murphy A.* A Financial Analysis of the Economic Effects Associated with Having to Reverse Current Account Deficits // *Practical Financial Economics*. 2003. P. 177–223.
- O'Rourke K., Williamson J.* Globalization and History. Cambridge, 1999.
- Orr D.* Hidden Dangers in a V-Shaped Recovery // *Forbes Global*. 1999. 14 June. P. 110–111.
- Peeters M.* The Public-Private Savings Mirror and Causality Relations Among Private Savings Investment and (Twin) Deficits // *Journal of Policy Making*. 1999. Vol. 21. P. 579–605.
- Pesta J.* Indian Official Warm to More Rate Cuts // *Wall Street Journal*. 2001. 12 March.
- Peterson R.* Scrutinizing the Inscrutable // *Investment Vision*. 1990. N 1. P. 25–27.
- Phillips M.* IMF Concedes That Malaysia's Controls Over Capital Produced Positive Results // *Wall Street Journal*. 1999. 9 September.
- Purdue D.* Tracking the Economy // *National Business Review*. 1999. 9 April. P. 48.
- Quaintance L.* Porirua: an Unfortunate Experiment // *North & South*. 1988. June.
- Reuter.* EU Firm on Beef Ban Despite Duty Threat // *Dominion*. 1999. 15 May. P. 5.
- Roach S.* It's a Mistake to Write off China // *National Business Review*. 1999. 12 March. P. 25.
- Rodrik D.* Political Economy of Trade Policy // *Handbook of International Economics*. 1995. Vol. 3. P. 1457–1494.
- Sesit M.* China Overtakes U.S. as Magnet for Foreign Direct Investment // *Wall Street Journal*. 2004. 28 June.
- Sherreff D.* The Achilles Heel of Europe // *Euromoney*. 1996. April. P. 50–55.
- Staiger R.* International Rules and Institutions for Cooperative Trade Policy // *Handbook of International Economics*. 1995. Vol. 3. P. 1495–1552.
- Stiglitz J.* Globalization and its Discontents. New York, 2002.
- Strobel F., Peterson W.* The Coming Class War and How to Avoid It. New York, 1999.
- Tanzer A.* The Ronald Reagan of the Pacific // *Forbes Global*. 1999. 31 May. P. 25–26.
- Tourism Board Changes Right Move // *Massey News*. 1999. 10 May. P. 4.
- Vatikiotis M.* Running to Stay in Front // *Far Eastern Economic Review*. 1995. 14 September. P. 60–61.
- Williamson J.* The Economic Opening of Eastern Europe. Institute for International Economics: Washington, 1991.
- Winkelmann L.* Tariffs, Quotas and Terms of Trade: The Case of New Zealand // *Journal of International Economics*. 1998. Vol. 46. P. 313–332.
- Witcher K.* Latin American, Asian Crises Differ in Likely Length // *Wall Street Journal*. 1999. 15 July 15.
- Wong K.* International Trade in Goods and Factor Mobility. Cambridge, 1997.
- Yusoff M.* Economic Performance and Policy Adjustments of the Southeast Asian Nations // *Journal of Asian Business*. 1997. Vol. 13. P. 5–26.
- Zinn H.* A People's History of the United States. New York, 1995.