



Российская академия
народного хозяйства
и государственной службы
при Президенте РФ

С. М. Дробышевский, Т. В. Евдокимова, П. В. Трунин

ВЛИЯНИЕ ВЫБОРА ЦЕЛЕЙ И ИНСТРУМЕНТОВ ПОЛИТИКИ ДЕНЕЖНЫХ ВЛАСТЕЙ НА УЯЗВИМОСТЬ ЭКОНОМИК

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА
МЕЖДУ КРИЗИСОМ И МОДЕРНИЗАЦИЕЙ

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ «ДЕЛО»

УДК 336.6
ББК 65.9(2)26
Д 75

Серия
«Экономическая политика:
между кризисом и модернизацией»

Дробышевский, С. М., Евдокимова, Т. В., Трунин, П. В.
Д 75 Влияние выбора целей и инструментов политики денежных властей на уязвимость экономик / С. М. Дробышевский, Т. В. Евдокимова, П. В. Трунин. — М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2012. — 204 с. — (Сер. «Экономическая политика: между кризисом и модернизацией»).

ISBN 978-5-7749-0683-3

Книга посвящена сравнению режимов денежно-кредитной политики с точки зрения уязвимости экономик использующих их стран к кризисам. Работа состоит из двух частей. Первая часть — обзор литературы, где представлены результаты исследований, рассматривающих подверженность кризисам экономик, которые применяют такие режимы денежно-кредитной политики, как таргетирование валютного курса, классическое и модифицированное инфляционное таргетирование. Приводятся оценки эффективности накопления валютных резервов в качестве инструмента предотвращения или смягчения кризисов.

Во второй части работы — эмпирической — описаны методология и результаты сравнения адаптационных способностей экономик, полученные на основе анализа динамики ключевых макроэкономических показателей в докризисный и посткризисный периоды в странах, сгруппированных по режимам денежно-кредитной политики. Представлены оценки подверженности экономик кризисам на основе расчета частот наступления кризисов при различных режимах.

Для преподавателей и студентов экономических вузов, специалистов в области макроэкономики и финансов.

ISBN 978-5-7749-0683-3

УДК 336.6
ББК 65.9(2)26

© ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2012

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	7
часть I. ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ЭКОНОМИК, ИСПОЛЬЗУЮЩИХ РАЗЛИЧНЫЕ РЕЖИМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	
Глава 1. Цели денежно-кредитной политики	11
Глава 2. Модели валютного кризиса.	18
Глава 3. Выбор режима валютного курса	25
3.1. Преимущества и недостатки таргетирования валютного курса	25
3.2. Валютная политика и уязвимость экономики: результаты эмпирических исследований	30
3.3. Валютная политика и макроэкономические показатели: результаты эмпирических исследований	35
Глава 4. Инфляционное таргетирование	38
4.1. Преимущества и недостатки инфляционного таргетирования	38
4.2. Инфляционное таргетирование и уязвимость экономики: эмпирические исследования	40
4.3. Подверженность инфляционного таргетирования спекулятивным атакам	42
4.4. Инфляционное таргетирование и инфляционные ожидания	44
Глава 5. Модифицированное инфляционное таргетирование	47
Глава 6. Кризис и золотовалютные резервы.	53

ЧАСТЬ II. ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ
РАЗЛИЧНЫХ РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКИ НА УЯЗВИМОСТЬ ЭКОНОМИКИ

Глава 7. Влияние кризиса на состояние экономик с различными режимами денежно-кредитной политики	67
7.1. Определение эпизодов банковских кризисов	68
7.2. Определение эпизодов валютных кризисов	69
7.3. Определение начала мирового финансового кризиса 2007–2009 годов в различных странах.	70
Глава 8. Классификация стран по режимам денежно-кредитной политики	72
Глава 9. Методология и основные результаты расчетов.	75
9.1. Влияние банковских и валютных кризисов на внутреннее состояние экономики	77
9.2. Меры макроэкономической политики в условиях банковского кризиса	87
9.3. Динамика внешней торговли в условиях валютного кризиса	94
Глава 10. Подверженность кризисам стран с различными целями денежно-кредитной политики	98
10.1. Исходные данные	99
10.2. Методология и основные результаты	100
Заключение.	113
Список литературы	118
Приложение. Макроэкономические показатели в период банковских и валютных кризисов	125
Банковские кризисы.	127
Валютные кризисы	151

ГЛАВА 1

Цели денежно-кредитной политики

Поскольку денежно-кредитная политика является одним из ключевых инструментов государства по регулированию экономики, конечные (стратегические) цели денежно-кредитной политики совпадают с общими целями государственной экономической политики: обеспечение устойчивого экономического роста, высокой занятости, низких темпов инфляции и стабильности в финансовом секторе. Проблема денежных властей (центрального банка), которые непосредственно осуществляют денежно-кредитную политику, заключается в том, что они не имеют возможности контролировать и управлять поведением целевых переменных. Для достижения конечных целей денежные власти выбирают определенный набор промежуточных и оперативных целей, подконтрольных действиям денежных властей.

Выбор промежуточных целей денежно-кредитной политики, или режима денежно-кредитной политики, в наибольшей степени характеризует предпочтения денежных властей, но, одновременно, в значительной мере зависит от текущих макроэкономических и институциональных условий и преобладающего канала денежной трансмиссии. В экономической литературе выделяют четыре основных типа режимов денежно-кредитной политики [Mishkin, 1999]:

- таргетирование обменного курса;
- таргетирование денежных агрегатов;
- таргетирование инфляции;
- денежно-кредитная политика без явного номинального якоря.

Таргетирование обменного курса (exchange-rate targeting) — исторически наиболее ранний режим денежно-кредитной политики. В качестве примера такого режима можно привести опыт стран, придерживавшихся золотого стандарта. В последнее время данный режим предполагает либо фиксирование обменного курса национальной валюты по отношению к валюте страны с низким уровнем инфляции (в расчете на то, что внутренние темпы роста постепенно сравниваются с уровнем инфляции в стране валюты-якоря), либо установление горизонтального или наклонного коридора, в пределах которого обменный курс национальной валюты может двигаться свободно (в этом случае возможна ситуация, когда внутренняя инфляция будет превышать темпы роста цен в стране иностранной валюты).

Таргетирование обменного курса имеет ряд очевидных преимуществ. Во-первых, установление номинального якоря привязывает внутренний уровень инфляции к темпам роста цен торгуемых товаров и, таким образом, сдерживает инфляцию. Во-вторых, в случае если есть доверие к политике таргетирования обменного курса, ожидания будущей инфляции стремятся к уровню инфляции в стране валюты-якоря. В-третьих, таргетирование обменного курса устанавливает простое правило проведения денежно-кредитной политики, что решает проблему непоследовательности политики (*time-inconsistency problem*). В-четвертых, данный режим имеет простое и очевидное объяснение для общественности — «твердая и устойчивая национальная валюта».

Таргетирование обменного курса широко распространено, в первую очередь, в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, в том числе в России в 1995–1998 гг. Особенно эффективно применение таргетирования обменного курса для борьбы с высокой инфляцией. Однако данный режим денежно-кредитной политики в отдельные периоды использовали денежные власти ряда европейских государств (Германия, Франция, Великобритания, европейский валютный механизм).

Международный опыт применения режима таргетирования обменного курса позволил выявить также ряд серьез-

ных недостатков такой политики. Во-первых, при режиме таргетирования обменного курса денежные власти фактически лишаются возможности управлять внутренней денежно-кредитной политикой. С одной стороны, необходимость поддержания установленных пределов изменения номинального обменного курса национальной валюты ограничивает возможности использования этого инструмента денежно-кредитной политики для стабилизации ситуации в случае внутренних экономических потрясений. С другой стороны, экономика страны становится уязвимой для экономических шоков, происходящих в стране валюты-якоря. Во-вторых, таргетирование обменного курса открывает возможности для валютных спекулянтов для атаки на национальную валюту. Среди развитых стран такие события в свое время наблюдались в Швеции, Испании, Франции, Италии и Великобритании. Подробное обсуждение недостатков режима таргетирования обменного курса дано в статье Обстфельда и Рогова [Obstfeld, Rogoff, 1995].

Ф. Мишкин показал [Mishkin, 1999], что использование режима таргетирования обменного курса в развивающихся странах может привести к еще худшим последствиям, чем в развитых странах. По его мнению, данный режим денежно-кредитной политики для развивающихся стран чрезвычайно опасен и способствует развитию тяжелых финансовых кризисов. Высокая степень долларизации таких экономик, низкое доверие к денежным властям и их способности удерживать номинальный курс национальной валюты в будущем резко повышают вероятность атаки на национальную валюту. Кроме того, ожидания девальвации вызывают рост инфляционных ожиданий и номинальных процентных ставок, что замедляет процесс финансовой стабилизации. Открытие экономики, либерализация внутреннего финансового рынка, которые обычно следуют за введением режима таргетирования обменного курса, усиливают уязвимость национальной валюты со стороны иностранных потоков капитала и международных спекулянтов. Привязка номинального обменного курса национальной валюты к номинальному якорю лишает участников внутреннего финансового рынка информации

о текущем состоянии денежно-кредитной политики, а в случае успешной атаки на курс возникают серьезные политические и социальные трудности, препятствующие проведению реформ.

Таргетирование денежных агрегатов (monetary targeting) обычно используется странами, чьи экономики достаточно велики или традиционно замкнуты, чтобы быть привязанными к какой-либо из международных валют. Примерами данного режима являются США и Великобритания (в 1970-х гг.), Канада, Германия, Япония, Швейцария, Европейский Союз.

Основным преимуществом таргетирования денежных агрегатов является то, что данный режим дает центральному банку широкие возможности по приведению денежно-кредитной политики в соответствие с внутренними потребностями экономики, независимо от внешних шоков. Кроме того, рынок практически мгновенно получает информацию о текущем положении в денежной сфере (денежная статистика публикуется с задержкой в несколько недель), что способствует стабилизации инфляционных ожиданий и помогает избежать проблем, связанных с непоследовательностью денежно-кредитной политики.

Тем не менее таргетирование денежных агрегатов сопряжено с двумя важными проблемами. Во-первых, для достижения эффективности данного режима денежно-кредитной политики необходимо наличие сильной и устойчивой связи между целевыми ориентирами (инфляция, объем производства, занятость) и динамикой выбранного денежного агрегата. Во-вторых, динамика выбранного денежного агрегата должна полностью контролироваться денежными властями. Центральный банк способен в большей степени контролировать узкие денежные агрегаты (например, денежная база), тогда как динамика денежной массы (M2 или M3) зависит от решений многих экономических агентов. В то же время более устойчивая связь между изменениями реальных переменных и динамикой денежной массы наблюдается как раз для широких денежных агрегатов.

США, Великобритания и Канада отказались от использования таргетирования денежных агрегатов в начале 1980-х гг., так как неустойчивость соотношения между динамикой денежных агрегатов и поведением целевых переменных фактически лишила денежные власти этих стран возможности добиваться макроэкономических целей [Bernanke, Mishkin, 1992]. Примерами успешного использования данного режима денежно-кредитной политики являются Германия и Швейцария.

Таргетирование инфляции (inflation targeting) является достаточно новым режимом денежно-кредитной политики, который, тем не менее, в настоящее время широко распространен в мире. Впервые о переходе к прямому таргетированию уровня инфляции заявила Новая Зеландия в 1990 г. Впоследствии данный режим был принят денежными властями Канады, Великобритании, Швеции, Финляндии, Австралии, Испании, Израиля, Чехии, Чили и др. В России отдельные элементы таргетирования инфляции провозглашались ЦБ РФ с 1996 г.

Таргетирование инфляции включает несколько элементов: 1) публичное объявление среднесрочных численных значений целевого уровня инфляции; 2) институциональный выбор стабильности цен как основной долгосрочной цели денежно-кредитной политики; 3) информационную стратегию, уделяющую меньшее внимание промежуточным целям; 4) более высокую прозрачность исполнения денежно-кредитной политики и планов денежных властей; 5) повышение ответственности центрального банка за достижение целевых значений инфляции.

Таргетирование инфляции имеет ряд важных преимуществ. Во-первых, как и таргетирование денежных агрегатов, оно дает возможность денежным властям сосредоточиться на внутренних проблемах экономики. Поскольку денежные власти в данном случае не устанавливают для себя жестких соотношений между динамикой денежных агрегатов и темпом роста цен, таргетирование инфляции позволяет более гибко реагировать на изменение макроэкономической ситуации. Во-вторых, таргетирование инфляции как таргетирование обменного курса очевидно и понятно для общественно-

сти. Установление конкретных цифровых ориентиров темпов инфляции повышает ответственность центрального банка за его действия и помогает решить проблему непоследовательности в денежно-кредитной политике.

Необходимо отметить, что режим таргетирования инфляции зачастую подвергается критике [Friedman, Kuttner, 1996; McCallum, 1996]. Во-первых, инфляционные процессы сами по себе не контролируются денежными властями. В периоды экономических потрясений (финансовый кризис, внешние ценовые шоки) немонетарные факторы приобретают большую роль в динамике инфляции, и использование инструментов, доступных денежным властям, в этих условиях может оказаться недостаточным для достижения целевых значений. Данный недостаток особенно важен для развивающихся стран и переходных экономик, где после достижения средних и низких темпов инфляции резко возрастает влияние на цены обменного курса, структурных изменений в экономике и в ценах, внешних шоков и т. д.

Во-вторых, таргетирование инфляции неявно предполагает, что денежные власти сосредоточиваются на одной из макроэкономических целей (инфляции), не уделяя большого внимания динамике других целевых переменных (в первую очередь, занятости и темпам роста выпуска). Из соотношения, выражаемого кривой Филлипса — Фелпса, следует, что в краткосрочном периоде таргетирование инфляции ведет к медленному и неустойчивому темпу роста выпуска, а в среднесрочном и долгосрочном периодах — к большим колебаниям занятости и ВВП.

В-третьих, существует достаточно продолжительный лаг между действиями денежных властей и изменением темпов роста цен. Если в периоды стабильного развития экономики это не имеет значения, то в условиях экономических потрясений (когда действия государства наиболее важны) таргетирование инфляции приводит к необходимости решения денежными властями задачи межпериодной оптимизации с жестко заданными краевыми условиями, причем им приходится бороться, в том числе с последствиями своих предыдущих решений.

Денежно-кредитная политика без явного номинального якоря (monetary policy with an implicit but not an explicit nominal anchor) является другим режимом денежно-кредитной политики, принятым денежными властями многих стран после отказа от таргетирования денежных агрегатов. В первую очередь к их числу относятся США, а также частично Германия.

Особенностью данного режима денежно-кредитной политики является отказ денежных властей от принятия каких-либо обязательств по достижению конкретных значений номинальных показателей (обменного курса, уровня инфляции, темпов роста денежных агрегатов). В то же время, заявляя лишь долгосрочные цели (стабильный рост экономики, высокая занятость, низкая инфляция), денежные власти устанавливают для себя промежуточные ориентиры, их поведение является опережающим (*forward-looking*) по отношению к изменению экономической ситуации.

Необходимо отметить, что важнейшим аргументом в пользу проведения денежно-кредитной политики без явного номинального якоря является ее успех в США в 1980–1990-х гг. При этом отмечается несколько серьезных недостатков данного режима. Во-первых, отсутствие прозрачности в действиях денежных властей. Во-вторых, текущая денежно-кредитная политика в этом случае оказывается в сильной зависимости от предпочтений, навыков и политических взглядов лиц, возглавляющих центральный банк. Указанные недостатки могут практически не проявлять себя в экономике США, однако для развивающихся стран и стран с переходной экономикой их влияние фактически ставит запрет на принятие режима денежно-кредитной политики без явного номинального якоря. Анализ опыта применения различных режимов денежно-кредитной политики в переходных экономиках приведен в работе Х. Вагнера [Wagner, 1998].

ГЛАВА 2

Модели валютного кризиса

Большое количество валютных кризисов, наблюдавшихся на протяжении последних десятилетий, способствовало проведению экономических исследований, объясняющих их природу. В результате было разработано несколько поколений моделей валютных кризисов.

Первое поколение моделей было разработано П. Кругманом [Krugman, 1979], который описывает процесс развития кризиса в экономике с фиксированным валютным курсом следующим образом. В случае давления на курс национальной валюты поддержание его на фиксированном уровне за счет валютных интервенций постепенно приводит к истощению золотовалютных резервов страны. Когда резервы израсходованы до определенного критического уровня, происходит спекулятивная атака на национальную валюту, так как сомнения относительно адекватности объема резервов делают непривлекательным обладание национальной валютой и стимулируют ее продажу. Увеличение доли иностранных активов в сбережениях экономических агентов объясняется их естественным стремлением минимизировать возможные финансовые потери от ожидаемой девальвации. Органы денежно-кредитного регулирования оказываются неспособными противостоять спекулятивной атаке, и происходит девальвация.

Из модели не следует, что режим фиксированного валютного курса автоматически ведет к валютному кризису. Однако при наличии бюджетного дефицита оказываетсяся

невозможным постоянно поддерживать валютный курс фиксированным, так как инфляция (в том числе ожидаемая) побуждает экономических агентов перераспределять доступные им средства в пользу иностранной валюты. При этом продолжительность существования режима фиксированного валютного курса находится в прямой зависимости от объема имеющихся у денежных властей резервов. Ключевое предположение модели состоит в том, что экономические агенты обладают полной информацией и способны предвидеть момент перехода от фиксированного валютного курса к плавающему. Модели первого поколения рассматривают механизм развития валютного кризиса исключительно в условиях фиксированного обменного курса.

Одна из предпосылок валютного кризиса в условиях режима фиксированного курса в соответствии с моделями первого поколения заключается в том, что кризису предшествует период бюджетного дефицита. В связи с этим Кругман [Krugman, 1998] указал на то, что данные модели не способны объяснить причины финансового кризиса в Азии в 1997 г. Однако в ряде работ [Corsetti, Pesenti and Roubini, 1999; Burnside, Eichenbaum and Rebelo, 2001a] показано, что сообщения о возможном возникновении дефицита бюджета также могут привести к валютному кризису. Например, высокий уровень долговой нагрузки в частном секторе и связанные с ней финансовые риски могут быть интерпретированы инвесторами как потенциальный рост будущих бюджетных расходов, связанный с возможной помощью частному сектору со стороны государства при возврате кредитов. Возникновение подобных негативных ожиданий приводит к оттоку спекулятивного капитала из страны, что оказывает понижающее давление на ее национальную валюту. Данный механизм соотносится с событиями, предшествовавшими азиатскому кризису 1997 г., когда приток капитала в страны региона обеспечивался преимущественно за счет высоких процентных ставок, в то время как фундаментальным макроэкономическим показателям и оценке потенциальных рисков уделялось недостаточное внимание. В условиях неопределенности появление любых негативных сообщений вызывало отток ка-

питала, ставя под угрозу устойчивость режима фиксированного валютного курса.

Второе поколение моделей валютного кризиса базируется на работах М. Обстфельда [Obstfeld, 1994, 1996], где в отличие от моделей первого поколения возникновению кризиса не предшествует дисбаланс государственных финансов; таким образом, даже ответственная бюджетная политика в сочетании с фиксированным валютным курсом не гарантирует абсолютной защиты от валютного кризиса. В моделях второго поколения причиной валютного кризиса становится взаимодействие между рациональными экономическими агентами и государством, проводящим макроэкономическую политику в соответствии с определенными целями, такими как, например, поддержание безработицы на ее естественном уровне или сохранение низких процентных ставок для стимулирования экономического роста. Выбор между сохранением фиксированного курса или переходом к режиму свободного плавления совершается с помощью решения задачи минимизации функции потерь властей, которая зависит от их целей. Ожидания экономических агентов в моделях второго поколения фактически являются самореализующимися прогнозами. Например, ожидания снижения курса национальной валюты увеличивают инфляционные ожидания, что, в свою очередь, приводит к возникновению требований работников о повышении заработной платы. Во избежание роста безработицы органы денежно-кредитного регулирования предпочтут ослабить национальную валюту в соответствии с ожиданиями.

Например, в соответствии с концепцией непокрытого паритета процентных ставок рост девальвационных ожиданий приводит к переводу средств экономических агентов из национальной валюты в иностранную (то есть предполагается мобильность капитала), вследствие чего из-за сокращения денежной массы в экономике происходит повышение общего уровня процентных ставок. Если в реальности девальвация не происходит, то высокие процентные ставки замедляют экономический рост, что противоречит одной из целей властей. При условии, что репутационные издержки деваль-

вации не превышают издержек экономического спада, задача минимизации функции потерь требует, чтобы власти девальвировали национальную валюту. Данный пример иллюстрирует, как в моделях второго поколения ожидания становятся самореализующимися прогнозами. Другой канал влияния ожиданий на выбор режима валютного курса связан с механизмом установления заработной платы. При наличии ожиданий девальвации экономические агенты будут требовать более высокого уровня заработной платы, чтобы компенсировать негативное влияние ожидаемого ослабления национальной валюты. Повышение издержек, связанное с ростом оплаты труда, приводит к ухудшению конкурентоспособности предприятий, что, в свою очередь, негативно сказывается на динамике экономического роста, включенной в функцию потерь властей. В такой ситуации девальвация также оказывается решением, минимизирующим возможные потери.

Основная критика моделей второго поколения связана с тем, что ключевая роль, отведенная ожиданиям, делает кризисы практически непредсказуемыми, если отсутствует понимание того, какие события могут спровоцировать панику на рынке.

В последние десятилетия валютные и финансовые кризисы часто происходили одновременно. В 1998 г. П. Кругман¹ показал, что модели первого и второго поколения не могут объяснить природу таких кризисов, в частности азиатского кризиса 1997 г. Кризису 1997 г. не предшествовал ни период бюджетного дефицита, ни чрезмерный рост денежного предложения, инфляция также оставалась на низком уровне. Стабильное состояние рынка труда не требовало отказа от режима фиксированного валютного курса в пользу стимулирующей монетарной политики. Напротив, азиатскому кризису предшествовал период экономического бума, сопровождавшийся стремительным развитием финансового сектора и возникновением «пузырей» на рынках различных активов. В качестве причины возникновения «пузырей» Кругман

¹ <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>

называл отсутствие должного регулирования финансового сектора, а также предоставление крупным финансовым посредникам государственных гарантий, создающих условия для возникновения риска недобросовестного поведения (*moral hazard*).

Объясняя кризис в Азии, Мишкин [Mishkin, 1999] также отмечает, что фиксация валютного курса снижает валютные риски для иностранных инвесторов, стимулируя приток иностранного капитала в страну и приводя к кредитному буму. В условиях слабой развитости технологий оценки платежеспособности заемщика у банков ухудшается качество кредитного портфеля. Проблемы в банковском секторе и необходимость рекапитализации ограничивают возможности центрального банка использовать повышение процентной ставки для предотвращения девальвации.

Впоследствии появилось большое количество исследований, рассматривающих состояние финансового сектора страны в качестве одного из факторов, определяющих вероятность валютного кризиса. В результате сформировалась группа работ, в которых описывается *третье поколение моделей* валютного кризиса. Идея Кругмана получила дальнейшее развитие в моделях Бёрнсайда, Эйхенбаума, Ребело [Burnside, Eichenbaum and Rebelo, 2001b], где вслед за Мишкиным [Mishkin, 1996] и Обстфельдом [Obstfeld, 1998] предполагается готовность центрального банка придерживаться режима фиксированного валютного курса, поскольку в таком случае снижаются валютные риски заимствований банков за рубежом. Однако такая валютная политика приводит к тому, что банки перестают хеджировать свою валютную позицию. В результате в структуре их балансов активы преимущественно формируются за счет кредитов частному сектору в национальной валюте, в то время как пассивы представляют собой краткосрочные заимствования в иностранной валюте. Рациональные экономические агенты учитывают состояние банковской системы при формировании своих ожиданий относительно валютного курса. Когда уровень долговой нагрузки становится слишком высоким, чтобы при имеющихся резервах государство было в состоянии поддер-

живать курс на фиксированном уровне, происходит спекулятивная атака. Таким образом, в моделях третьего поколения влияние чрезмерной долговой нагрузки банковского сектора аналогично разбалансированности бюджетной политики, предшествующей кризису в моделях первого поколения. Но в более поздних моделях валютный кризис сопровождается кризисом в банковском секторе, где происходят многочисленные банкротства и уменьшаются объемы кредитных портфелей, что еще сильнее затрудняет восстановление экономики. Важно, что в описанной модели кризис является последствием действий властей, так как его первопричиной становится политика по поддержанию фиксированного курса, направленная на снижение валютных рисков.

М. Корден [Corden, 2002] рассматривает альтернативные сценарии развития азиатских экономик в условиях мобильности капитала при различных режимах валютного курса и приходит к выводу, что кризис был неизбежен вне зависимости от валютной политики. Для кризиса существовал ряд предпосылок, не связанных с режимом валютного курса: проблемы финансового сектора, вызванные неудачными инвестициями, ухудшение счета текущих операций, уменьшение притока капитала в азиатские страны в связи с проблемами в банковском секторе Японии. Тем не менее в условиях режима регулируемого плавления рост задолженности в иностранной валюте мог бы закончиться в Азии на более ранней стадии вследствие естественного более быстрого реального укрепления национальных валют, а наличие валютных рисков стимулировало бы хеджирование валютных позиций. При таком варианте развития событий последствия кризиса для банковского сектора могли бы быть менее болезненными, однако нестабильность, связанная с плавающим валютным курсом, являлась бы существенным ограничением для докризисного развития в Азии.

На основе описанных моделей можно сделать следующие выводы относительно оптимальной экономической политики, которая могла бы снизить вероятность наступления валютного кризиса. В моделях первого поколения указывается на несовместимость таргетирования валютного курса и про-

ведения несбалансированной бюджетной политики. В таких условиях прекращение контроля над валютным курсом и переход к режиму свободного плавания позволяет предотвратить кризис. В моделях второго поколения, где существенную роль играют ожидания экономических агентов, для снижения уязвимости экономики недостаточно отказаться от фиксации курса. Необходимо также повысить уровень доверия к действиям центрального банка. Набор инструментов в данном случае соотносится с элементами инфляционного таргетирования и включает в себя повышение транспарентности действий органов денежно-кредитного регулирования, выбор якоря денежно-кредитной политики, отличного от номинального валютного курса, приверженность центрального банка достижению установленных целей. Наконец, в рамках моделей третьего поколения снижению вероятности кризиса способствует переход к плавающему валютному курсу в сочетании с ужесточением контроля деятельности банков в области риск-менеджмента.

Три поколения моделей валютного кризиса рассматривают влияние особенностей проводимой денежно-кредитной политики на подверженность использующих их экономик кризисам с теоретической точки зрения. Прежде чем перейти к эмпирическим оценкам уязвимости экономик с различными режимами ДКП, рассмотрим преимущества и недостатки таргетирования валютного курса, инфляции и модифицированного инфляционного таргетирования, а также основные результаты существующих исследований, посвященных анализу функционирования перечисленных режимов.

ГЛАВА 3

Выбор режима валютного курса

3.1. ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Три поколения моделей рассматривают валютный кризис в рамках *режима фиксированного валютного курса*, которому присущи и другие существенные недостатки кроме подверженности спекулятивным атакам и создания стимулов для распространения риска недобросовестного поведения. В частности, фиксация валютного курса влечет за собой потерю возможности проводить независимую денежно-кредитную политику. Это означает, что экономика страны будет более болезненно переносить шоки, которые одновременно поражают ее и страну, к валюте которой осуществляется привязка. Иными словами, для поддержания фиксированного курса органы денежно-кредитного регулирования вынуждены ужесточать либо ослаблять монетарную политику одновременно с центральным банком той страны, к валюте которой фиксируется курс. Однако экономическая ситуация в этих странах может оказать различной и, соответственно, требовать различной денежно-кредитной политики. Некоторые исследования (см., например, Дж. Фрэнкель [Frankel, 1999]) указывают также на ограниченность возможностей контрциклической фискальной политики при таргетировании валютного курса, так как увеличение государственных расходов в период экономического спада может привести к уменьшению доверия к действиям властей, оттоку капита-

ла и, как следствие, к возникновению у ЦБ трудностей с поддержанием фиксированного курса. Кроме того, в условиях свободного движения капитала фиксация валютного курса приводит к тому, что внутренний уровень процентных ставок в странах выравнивается.

Таким образом, страна с фиксированным валютным курсом импортирует процентную политику страны привязки, даже если макроэкономическая ситуация в рассматриваемой стране не требует изменения уровня процентных ставок. Тогда автономные кризисные явления в стране привязки через процентный канал денежно-кредитной политики распространяются и на страну с фиксированным валютным курсом, делая ее экономику более уязвимой. Наконец, колебания курса валюты, к которой осуществляется привязка, могут приводить к нежелательным изменениям в уровне конкурентоспособности страны с фиксированным валютным курсом, так как фундаментально обоснованное изменение курса валюты привязки не всегда сопровождается соответствующей коррекцией фундаментальных показателей в стране с фиксированным валютным курсом. Так, в качестве одной из возможных причин азиатского кризиса 1997 г. называют [Woo et al., 2000] укрепление доллара США, вызванное ужесточением денежно-кредитной политики ФРС. Повышение курса американской валюты, к которой были привязаны многие валюты в Юго-Восточной Азии, отрицательно сказалось на конкурентоспособности экспорта из данных стран.

Тем не менее режим фиксированного валютного курса обладает и определенными преимуществами по сравнению с другими режимами, особенно для развивающихся стран. Одним из наиболее ранних аргументов в пользу таргетирования валютного курса (данные аргументы см. в [Frankel, 1999]) является снижение валютных рисков, которое позитивно сказывается на развитии торговых отношений и на объеме притока иностранного капитала. С развитием рынка производных финансовых инструментов значимость данного фактора заметно снизилась, так как использование деривативов позволяет снизить валютные риски при относительно низ-