

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1 НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: СУЩНОСТЬ, ЭЛЕМЕНТЫ И РОЛЬ В ЭКОНОМИКЕ СТРАНЫ	5
2 МОДЕЛЬ ВАЛЮТНЫХ КРИЗИСОВ	11
3 ПРИМЕНИМОСТЬ МОДЕЛИ К РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ	18
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	26
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	28

ВВЕДЕНИЕ

Главная задача рынка национальной валюты, которая является частью денежной системы, заключается в обеспечении оптимальных условий для функционирования национальной экономики в интересах государства. Из этого ясно, что эта тема актуальна для исследования, поскольку валютное регулирование обеспечивает эффективность экономики.

Основные элементы денежной системы (валютный режим, механизмы валютного регулирования) способствуют интеграции национальной экономики в мировую экономику, которая должна приниматься во внимание государством при определении организации валютной системы и функционирования ее составляющие элементы, особенно валютный рынок. Валютный рынок рассматривается как совокупность различных операций с валютными и валютными ценностями, которые включают международные расчеты, и их своевременное внедрение является одной из задач валютного рынка. Поэтому частичная стабильность международных отношений также зависит от его состояния и развития. Кроме того, валютный рынок играет важную роль в денежной системе любого государства, обеспечивая «место» для осуществления операций купли-продажи валюты, является местом вмешательства валютных отношений для их регулирования и т.д.

Опыт второй половины двадцатого века показал, что надежды, связанные с введением режима плавающих валютных курсов после падения валютной системы Bretton Woods не осуществились. Колебания валютных курсов оказались значительно больше, чем ожидалось, а растущий масштаб либерализации движения капиталов привел к тому, что валютные курсы с большим опозданием реагировали на торговые дефициты отдельных стран. Курсы валют в условиях их изменчивости значительно слабее реагировали на сигналы центральных банков в виде изменений основных процентных ставок. В результате возникли валютные кризисы, которые обычно связываются со спекулятивной атакой на валютный курс, результатом чего является девальвация (или острое обесценивание) национальных валют, а также вынужденная интервенция властей по защите валюты, что проявляется в распродаже резервов и (или) значительном повышении краткосрочных процентных ставок.

Существенная девальвация рубля в последние месяцы имеет признаки валютного кризиса, факторами которого стали и внешние экономические и политические влияния, и макроэкономические условия, и спекулятивные атаки. Однако, не любые, даже относительно значительные изменения обменного курса, могут быть идентифицированы как валютный кризис. В связи с этим актуальными становятся научные исследования кризисных процессов с целью выявления их причин, идентификации степени проявления и поиска путей преодоления.

Таким образом, цель данной работы – изучить модели валютных кризисов.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- изучить национальную валютную систему: сущность, элементы и роль в экономике страны;
- охарактеризовать модели валютных кризисов;
- выделить применимость модели к экономике Республики Беларусь.

Объект исследования- валютный кризис Республики Беларусь.

Предмет исследования - валютное регулирование в Республике Беларусь.

Методы исследования - методы описания, систематизации, классификации, аналитический метод, метод сравнительного анализа, статистический, графический, метод сбора фактов, логический метод, метод группировок, метод экспертных оценок.

Информационную базу составили данные государственной статистики, материалы учебников, таких ученых как Ермилин П.Г., Лемешевский И.М., которые осуществляли в своих работах исследования в области создания систем прогнозирования валютного рынка. Авторами отмечается, что национальный валютный рынок, как рынок любых товаров, представляет собой совокупность организационных форм, методов и учреждений купли-продажи того или другого товара.

1 НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: СУЩНОСТЬ, ЭЛЕМЕНТЫ И РОЛЬ В ЭКОНОМИКЕ СТРАНЫ

Валютная система - это форма организации денежных отношений, закрепленная в национальном законодательстве (национальной системе) или межгосударственном соглашении (глобальные и региональные системы).

Валютные отношения - это тип денежных отношений, связанных с функционированием денег в международном обороте.

Валюта (англ. value - «цена» или «стоимость» чего-либо) - это деньги, обслуживающие международные отношения.

Укрепление и развитие международных экономических отношений, создание глобального финансового рынка привели к формированию валютных систем (рисунок 1.1).



Рисунок 1.1 – Валютные системы [19, с. 36].

Национальная валютная система представляет собой совокупность экономических отношений, которые обеспечивают международный оборот, которые формируют и используют валютные ресурсы, необходимые для процесса воспроизводства.

Он был сформирован в рамках национальной денежной системы, которая регулировала порядок денежных расчетов в данной стране другими государствами и постепенно отделялась от нее.

Первоначально существовали национальные денежные системы. Они были частью денежной системы страны на основе национального законодательства, но учитывали нормы международного права. Для национальной денежной системы ее регулирование внутри самого государства характерно для системы мер, которые определяют: конвертируемость национальной денежной единицы, условия функционирования внутреннего валютного рынка и рынка золота, режим валютного курса, международная денежная ликвидность страны и формы валютного режима международных платежей [12, с. 19].

В зависимости от уровня развития экономики и международных экономических отношений национальная денежная система выходила за пределы одного государства и, таким образом, способствовала возникновению глобальных и региональных валютных систем. Характерной особенностью последнего является регулирование валютных систем на межгосударственном уровне. Если национальные органы (Центральный банк, Министерство финансов и т. Д. Определенной страны) участвуют в регулировании национальных систем, то глобальные и региональные денежные системы регулируются международными организациями (Международный валютный фонд, Европейский центральный банк и т. д.).

Основные элементы национальной денежной системы:

- Национальная валюта;
- национальное регулирование международной денежной ликвидности;
- режим ставки национальной валюты;
- национальное регулирование валютных ограничений и условий конвертируемости национальной валюты;
- режим национальной валюты и рынков золота;
- национальные органы власти, осуществляющие валютное регулирование (законодательные органы, Центральный банк, Министерство финансов, Таможенный комитет и т. д.) [15, с. 36].

Система национальной валюты основана на национальной валюте.

Национальная валюта - это валюта страны, наличные деньги (банкноты, монеты) и безналичные (банковские балансы). Его эмитентами являются национальные коммерческие и центральные банки.

Национальная валютная система включает в себя следующие основные компоненты:

- национальную денежную единицу (национальная валюта);
- состав официальных золотовалютных резервов;
- паритет национальной валюты, механизм формирования валютного курса;
- условия обратимости национальной валюты;
- наличие или отсутствие валютных ограничений;
- порядок осуществления международных расчетов стран;
- режим национального валютного рынка и рынка золота;
- национальные органы обслуживания и регламентирующие валютные отношения страны [4, с. 180-181].

Рассмотрим основные компоненты национальной валютной системы подробнее.

1 Основу национальной валютной системы составляет установленная законом денежная единица государства - национальная валюта.

С X в. в Англии в качестве счетной единицы использовался фунт стерлингов. Национальной денежной единицей фунт стерлингов стал в 1694 г., когда Банк Англии выпустил в обращение банкноты, выраженные в этой

единице. В 1816 г. в Англии законом был введен золотомонетный стандарт, закрепивший официальное золотое содержание 1 ф.ст. = 7,322382 г чистого золота.

Назначение национальной денежной единицы — обслуживать внутренний платежный оборот страны. Национальные валюты небольшой группы промышленно наиболее развитых государств используются одновременно и в международных экономических отношениях, выполняя в качестве иностранных валют функции международного платежного и резервного средства для всех других стран.

Именно эти валюты (доллары США, евро, английские фунты стерлингов, японские иены) вместе с золотом составляют основу официальных резервов, сосредоточенных в центральном банке и финансовых органах страны. Страны — члены МВФ дополняют свои официальные золотые и валютные резервы счетом в СДР (специальные права заимствования).

Перечисленные компоненты являются важнейшим качественным показателем международной валютной ликвидности (МВЛ), под которой понимают способность страны (или группы стран) погашать свои международные денежные обязательства приемлемыми для кредитора платежными средствами. Количественным показателем МВЛ служит отношение официальных резервов к объему подлежащих погашению обязательств страны, прежде всего по импорту, а также по полученным займам и кредитам.

2 Степень (или условия конвертируемости) национальной валюты, т.е. их размена (обратимости) на иностранные валюты, является следующим элементом НВС.

Конвертируемость НДЕ - правовая проблема. Вопрос о возможности обмена национальной валюты одного государства на валюту другого и валюты этого другого государства на валюту первого государства или валюту третьей страны решается в первую очередь, но законодательству заинтересованных государств. В Уставе МВФ, который вплоть до его второго изменения в 1976 г. содержал определение понятия «конвертируемость» валюты, больше этого нет. С одной стороны, это было связано с тем, что не всегда конвертируемость де-юре совпадала с конвертируемостью де-факто; с другой стороны, это было предопределено массовым отказом от системы фиксированных валютных паритетов.

В зависимости от условий конвертируемости, определенной и закреплённой нормативными документами государства с учетом валютного регулирования в стране, различают:

- свободно конвертируемые валюты (СКВ), которые без ограничений обмениваются на иностранные валюты в любой форме и во всех видах операций;

- ограниченно (или частично) конвертируемые валюты (ОКВ) — это валюты стран, где валютное регулирование и валютный контроль ограничивают

операции с иностранными валютами главным образом резидентов и по отдельным видам обменных операций;

– неконвертируемые (или замкнутые) валюты — это валюты стран, где существует запрет обмена НДЕ на иностранные валюты, существуют ограничения или вообще запрещается ввоз и вывоз национальной валюты, а также установлены ограничения по другим видам операций с иностранной валютой и золотом.

3 Паритет НДЕ, как элемент национальной валютной системы, представляет собой официально установленное соотношение между двумя валютами и является основой валютного курса. До начала 70-х годов базой валютных курсов, тем стержнем, вокруг которого они колебались, был валютный паритет - соотношение двух сравниваемых валют по количеству содержащегося в них золота, которое официально фиксировалось при вступлении страны в МВФ.

4 Режим валютного курса является одним из самых важных элементов национальной валютной системы. Некогда единый для всех стран — членов МВФ (+1% вокруг валютного паритета), в наши дни режим валютного курса самостоятельно определяется валютными органами страны. Различают фиксированные курсы, которые колеблются в узких пределах; плавающие курсы, которые колеблются в зависимости от рыночных условий без установленных пределов и их разновидности, такие, как гибко фиксированные курсы, регулируемое «плавание» (валютный коридор).

5 Наличие (или отсутствие) валютных ограничений. Уставом МВФ допускается возможность для членов Фонда в отдельных случаях вводить валютный контроль для преодоления затруднений с платежным балансом. Правда, одновременно подчеркивается, что валютные ограничения противоречат природе текущих платежей и движению капиталов и по своему характеру являются исключением.

6 Регламентация правил использования аккредитивной и инкассовой форм расчетов, банковских гарантий, кредитных средств обращения и платежа, таких как вексель и чек, с которыми неразрывно связаны международные расчеты и финансирование внешней торговли, их обобщение и унификация, с учетом сложившихся в коммерческой практике обычаев, также входит в число элементов национальной валютной системы.

7 Режим национальных рынков валют и золота, операции с драгоценными камнями как элемент национальной валютной системы определяется нормами валютного законодательства страны и находится в прямой зависимости от характера валютного регулирования и контроля.

8 Система национальных органов, обслуживающих и регулирующих валютные и расчетные отношения страны с зарубежными государствами, является важным институциональным элементом национальной валютной системы. Как правило, ведущую роль играет центральный банк страны; в ряде государств валютный контроль наряду с ЦБ осуществляют уполномоченные

банки, а также министерство финансов, министерство торговли или специально созданные государственные органы.

Постоянное изменение и развитие валютной системы – ее основная черта. Основные причины данных изменений следующие:

- углубление развития мировых хозяйственных связей;
- изменения механизмов данного углубления;
- государственное вмешательство в экономику с целью оказания давления на формирование видов валютных отношений и др.

Региональные валютные системы - это совокупность валют, правил и норм их использования, взаимного обмена, применения в качестве платежных средств, а также денежно-кредитных отношений, связанных с применением валюты в определенном экономическом регионе. Например, Европейская валютная система [5, с. 29].

Валютный кризис может быть определен как спекулятивная атака на обменный курс, результатом которой является резкая девальвация или попытка монетарных властей защитить национальную валюту за счет продажи валютных резервов или повышения внутренних процентных ставок. Для экономики в режиме фиксированного обменного курса валютным кризисом, как правило, является ситуация, в которой экономика находится под давлением отказа от сложившегося обменного курса или режима. При успешной спекулятивной атаке валюта обесценивается, в то время как неудачная атака может оставить курс неизменным, но ценой истощившихся валютных резервов или повышения внутренних процентных ставок. Спекулятивная атака часто приводит к резкому ослаблению курса, несмотря на активные ответные меры ЦБ для защиты стоимости валюты.

Существуют несколько каналов, по которым валютный кризис может повлиять на экономическую активность. С одной стороны, ослабление национальной валюты, которое происходит в случае успешной валютной атаки, может расширить сектор торгуемых благ и стимулировать экономический рост путем исправления завышенного курса валюты, делая его более конкурентоспособным. С другой стороны, девальвация может быть избыточно жесткой за счет увеличения расходов на погашение внешних долгов, выраженных в иностранной валюте, особенно в долларах. Кроме того, внезапная остановка или разворот притока капитала в кризис может замедлить экономический рост за счет снижения инвестиционной активности, роста внешней долговой нагрузки в результате девальвации в условиях долларизации обязательств, может снизить инвестиционную активность и замедлить рост

Валютные кризисы – это сложное экономическое явление, которое имеет свои предпосылки, особенности развития и противоречия.

Недавние кризисы в Аргентине, Бразилии, России, Турции, Азербайджане показали, что неустойчивость международных валютных отношений имеет системный характер. Мы считаем, что деление валютных кризисов на локальные валютные кризисы и кризис международной валютной системы продолжает сохранять свою актуальность. Кризис международной валютной

системы существенно отличается от локальных валютных кризисов. Основой кризиса международной валютной системы является ее несоответствие потребностям мировой экономики и изменившемуся соотношению сил в мире.

«В основе периодичности кризиса мировой валютной системы лежит приспособление ее структурных принципов к изменившимся условиям и соотношению сил в мире» [9, с. 61].

Локальный валютный кризис затрагивает лишь одну страну, а кризис международной валютной системы характерен для всей мировой экономики. Кризис международной валютной системы одновременно охватывает все ее элементы, а именно международный денежный товар, количественные и качественные аспекты международной ликвидности, валютные курсы и валютные рынки, межгосударственные валютно-финансовые учреждения и организации. Кризис международной валютной системы имеет свой сложный внутренний механизм. Изменение соотношений сил в мировой экономике вызывает несоответствие между элементами международной валютной системы, что создает напряженность в определенных частях данной системы и проявляет себя в растущих противоречиях между валютными интересами отдельных стран.

Поэтому кризис международной валютной системы можно рассматривать как совокупность кризисных процессов, наиболее ярким из которых является изменение организационных принципов международной валютной системы, и это принято считать кризисом [5, с. 113].

Мы остановимся только на классификации американского экономиста Поля Кругмана [29, с. 34]. П. Кругман делит валютные кризисы на три типа. Для целей настоящего исследования валютные кризисы удобнее разделить на следующие четыре этапа:

- 1) валютный кризис, или кризис платежного баланса;
- 2) кризис внешней государственной задолженности (финансовый);
- 3) кризис внешней задолженности частных заемщиков (банковский);
- 4) кризис внутреннего, то есть номинированного в национальной валюте, долга (частного или государственного) [27, с. 24].

Таким образом, задачи и условия функционирования и влияния национальных и региональных валютных систем направлены на развитие экономики отдельных стран, а также на сочетание интересов различных государств и их группировок.

Национальные валютные системы (НВС), в отличие от региональной и мировой валютных систем (МВС), возникли исторически первыми. Они – часть национальной денежной системы (НДС) страны, хотя обладают самостоятельностью и выходят за рамки национальных границ. Их особенность определяется степенью развития, состоянием экономики и внешнеэкономических связей страны.

Валютный кризис – ситуация, в которой экономика находится под давлением отказа от сложившегося обменного курса или режима.

2 МОДЕЛЬ ВАЛЮТНЫХ КРИЗИСОВ

Увеличение числа валютных кризисов и важность их влияния на экономики стран породило большое количество исследований причин, условий и индикаторов этих кризисов. На теоретическом уровне в научной литературе различают три основных типа моделей валютных кризисов.

Модели первого поколения (First generation models — FGM) берут начало с классических работ П. Кругмана [35], Р. Флуда и П.М. Гербера [32]. Эти работы отражают теоретические исследования, авторы которых стремились объяснить причины валютных кризисов в Мексике (1973-1982) и Аргентине (1978-1981) и рассматривали валютные кризисы, как неизбежное следствие макроэкономической политики, несовместимой с поддержанием фиксированного обменного курса.

В основу базовой модели был заложен целый ряд теоретических предпосылок:

- рассматривается малая открытая экономика, которая фиксирует свой номинальный обменный курс относительно валюты своего торгового партнера — крупной страны;
- однопродуктовая экономика с постоянным выпуском;
- соблюдаются паритет покупательной способности и паритет процентных ставок;
- совершенная мобильность капитала (или совершенная заменимость внутренних и внешних товаров);
- внутренняя широкая денежная база (пассив ЦБ) состоит из двух компонентов: золотовалютных резервов и внутреннего кредита (активы ЦБ);
- государство постоянно сводит бюджет с дефицитами, которые финансируются внутренней эмиссией (ростом внутреннего кредита);
- предполагается совершенное предвидение экономических агентов.

Исходя из этих допущений, на основе математических выкладок П. Кругман установил стандартный процесс возникновения валютного кризиса. Государство будет стремиться удерживать фиксированный обменный курс на основе прямых интервенций на валютном рынке. При этом валютные резервы правительства постепенно станут снижаться, а затем в какой-то момент, как правило, задолго до полного истощения запасов, возникает внезапная

спекулятивная атака, которая быстро исчерпывает последний из резервов. В результате правительство больше не сможет защитить обменный курс.

Спекулятивную атаку на резервы правительства можно рассматривать как процесс, посредством которого инвесторы стремятся изменить состав своих портфелей, тем самым уменьшая долю национальной валюты и повышая удельный вес активов в иностранной валюте. Это изменение в структуре активов при отсутствии интервенций со стороны правительства меняет соотношение спроса и предложения. Курс национальной валюты начинает падать.

П. Кругман утверждает, что кризисы происходят, когда последовательное ухудшение определяющих макроэкономических характеристик (fundamentals) вследствие непоследовательной макроэкономической политики (фискальной, монетарной) становится несовместимым с попыткой зафиксировать обменный курс.

Ж. Эскуивель и Ф. Ларрейн отмечают тот факт, что первоначальным источником проблем в модели П. Кругмана является чрезмерный рост отечественных кредитов либо финансирования дефицита или помощи слабым звеньям банковской системы [31, с. 668]. Кроме того, предполагается, что правительство не имеет доступа к рынку капитала, вследствие чего вынуждено монетизировать свои расходы. В этом контексте стремление к сохранению паритета валют вызывает отток капитала и постепенную потерю валютных резервов, а затем экономика становится жертвой спекулятивной атаки, которая приводит к разрушению системы фиксированных обменных курсов. Модель П. Кругмана приводит к выводу о том, что сроки проведения спекулятивных атак зависят от критического уровня в размере официальных валютных резервов. Чем выше начальный объем резервов и чем ниже темп прироста внутреннего кредита, тем позже произойдет атака на фиксированный курс. Как только запасы достигают критического или порогового уровня, спекулянты вынуждены исчерпать оставшиеся запасы в течение короткого периода времени, чтобы избежать потери капитала.

После валютных кризисов в Европейской валютной системе (EMS) в начале 1990-х годов стало ясно, что FGM были не в состоянии объяснить многие особенности этих кризисов. Например, в большинстве из этих стран экономические основы были достаточно надежными. Большинство поддерживали скромные бюджетные дефициты, а некоторые даже имели профициты бюджета.

Более того, правительства в странах с аналогичными экономическими основами отреагировали на спекулятивные атаки по-разному. Некоторые защищали свои режимы обменного курса, позволяя процентным ставкам резко возрастать и (или) заменяя истощение валютных резервов внешними заимствованиями, а другие сдались. Эти примеры показывают, что правительства не ограничиваются пассивной ролью во время кризиса, как это имеет место в FGM, а реагируют по-разному в соответствии со своими приоритетами.

Невозможность объяснения новых кризисов в рамках концепций FGM востребовала множество исследований, результатом которых явилось формирование моделей второго поколения SGM.

Эти модели объясняют интересный факт — даже если страна принципиально в состоянии поддерживать фиксированный валютный курс, изменение в ожиданиях спекулянтов может кардинально изменить ситуацию и привести к валютному кризису. Такой кризис происходит, когда сам пессимизм значительной группы инвесторов провоцирует отток капитала, что приводит в конечном итоге к краху системы обменного курса. То есть в моделях второго поколения утверждается, что самоисполняющиеся спекуляции являются главным источником валютного кризиса. Причем для второго поколения моделей не сложилось интегрированной концепции. В различных исследованиях модели строятся и анализируются применительно к конкретным ситуациям возникновения валютных кризисов в связи с определенными приоритетами правительств в поддержании множественного равновесия, которые стимулировали спекулятивные ожидания [37, 38]. Тем не менее, можно обобщить основополагающие позиции этого поколения моделей:

- нелинейность поведения одного или нескольких экономических агентов (как правило, государства) приводит к наличию нескольких равновесий, которые стремятся поддерживать наряду (часто вопреки) со стабильностью национальной валюты;

- активная роль государств во время спекулятивной атаки, которая в странах со схожими «fundamentals» дифференцировала политики правительств, что дает основания для предположения о существовании различных целевых функций правительств;

- правительство ищет компромисс между фиксированным курсом и другими приоритетами экономической политики (борьбой с высокой безработицей, проблемой государственного долга, падением экономической активности, дефицитом бюджета и т.п.), что связано с возникновением напряжения, вызывающего пессимизм и побуждающего к спекулятивной атаке.

Модели второго поколения продвинулись в понимании механизма возникновения самоисполняющихся кризисов, но не могли объяснить, почему валютный кризис распространяется на другие страны [34]. Это явление распространения кризиса на ряд стран явно проявилось в Мексиканском кризисе 1994 года и Азиатском кризисе 1997-1998 г.г.

Феномен распространения валютных кризисов вызвал большой научный интерес. Множество эмпирических исследований валютных кризисов было сосредоточено на выявлении экономических и финансовых переменных, значения которых существенно бы отличались в межкризисные периоды, накануне и во время кризисов в различных странах. Во многих случаях удавалось установить пороговые значения диагностических показателей, фиксирующие первые признаки уязвимости платежного баланса или кризиса платежей. В целом, результаты этих исследований показали, что макроэкономические и финансовые основы помогают в некоторой степени

объяснить феномен инфицирования и передачи кризисов. Однако полного представления о причинах, предпосылках и факторах распространения валютного кризиса между странами они не давали [8].

Это побудило ученых расширить сферу исследований, рассмотреть другие факторы, которые могут объяснить временные кластеризации кризисов на основе моделей третьего поколения. Рассматривая публикации, отражающие эти исследования различных лет и применительно к различным кризисам, можно обобщить два концептуальных подхода.

Первая концепция исходит из взаимозависимости стран с рыночной экономикой, в результате которой возникает эффект спил-ловера (*spillover*), т.е. неконтролируемого внешнего эффекта. Возрастающая взаимозависимость национальных экономик в эпоху глобализации приводит к тому, что экономические шоки, невзирая на свою природу (общемировую или региональную), из-за связей реального и финансового секторов распространяются между странами. Эксперты Национального Бюро экономических исследований США Грасиэла Камински и Кармен Рейнхард назвали такой тип передачи кризиса «инфекцией, основанной на фундаментальных макроэкономических характеристиках» (*fundamental-based contagion*) [33].

Вторая концепция рассматривает распространение валютных кризисов как следствие поведения инвесторов и других финансовых агентов. Эта концепция аргументирует свои позиции феноменом инфицирования валютными кризисами при уровне макроэкономических и финансовых характеристик, который можно было бы считать достаточным для поддержания стабильности национальной валюты. В таком случае часто говорят, что инфекция вызывается «иррациональными» феноменами: финансовой паникой, стадным поведением, потерей доверия, ростом неприятия риска. С точки зрения моделирования, такое поведение можно выразить через «остаток», не учтенный в уравнениях модели, и тогда, инфекцией становится международный шок, продолжительность и величина которого, передаваемого на международном уровне, превосходят ожидания экономических агентов [30, с. 5].

Под объяснение с помощью второй концепции подпадают все кризисы, которые невозможно в полной степени проанализировать на основе первой концепции. Вместе с тем, как правило, в реальных явлениях инфицирования валютных кризисов обнаруживаются как фундаментальная, так и иррациональная составляющие.

В рамках моделей валютных кризисов третьего поколения выделяется несколько каналов инфицирования.

В первую очередь, валютные кризисы распространяются вследствие общих шоков. Глобальные сдвиги в мировом хозяйстве, такие, как изменения в экономиках ведущих стран и на международном товарном рынке, могут вызвать перемещение капиталов и последующий кризис. Непредвиденное падение цен на экспортируемые товары или скачок процентной ставки на рынках главных нетто-кредиторов способны коренным образом подорвать

конкурентоспособность внутренних фирм и их обслуживание внешних долгов. Например, увеличение процентных ставок в США в начале 1980-х было важным фактором долгового кризиса в Латинской Америке, рост мировых процентных ставок в 1994 году, сыграл свою роль в Мексиканском кризисе в 1994-1995 годах. Высокий курс доллара США в течение 1995-1997 г.г. и слабый экономический рост в Японии в 1990-х, возможно, способствовали ослаблению внешнего сектора в ряде стран Азии, что привело к Азиатскому кризису. Общие шоки, влияющие на все или большинство стран мира, с подачи известного эксперта МВФ Пола Мэссона получили название «международные муссоны» (international monsoons) [29].

Весомым каналом распространения валютных кризисов являются международная торговля и связанные с ней конкурентные девальвации. Кризис у крупного торгового партнера приводит к тому, что на внутреннем рынке происходит падение цен на активы, отток капитала и спекулятивная атака на валютный курс. Связано это с тем, что инвесторы предвидят снижение объемов экспорта и ухудшение счета текущих операций. Если происходит падение валютного курса страны

— торгового партнера, то правительство часто вынуждено девальвировать национальную валюту, чтобы избежать потери конкурентоспособности экспорта. Согласно эмпирическим исследованиям, игры в конкурентную девальвацию обычно заканчиваются избыточным обесценением национальной валюты. Кроме того, рыночные участники, прогнозируя конкурентную девальвацию, станут избавляться от ценных бумаг стран, связанных общей торговлей, сокращать их кредитование и т.п., что ускоряет наступление кризиса.

Финансовые связи также могут быть каналом распространения инфекции. Кризис в стране или группе стран вынуждает инвесторов пересмотреть свои портфели из-за требований рискменеджмента, ликвидности или по другим причинам. К примеру, падение цен на финансовые активы на одном из рынков стимулирует инвесторов снизить общий риск по международному портфелю и продать активы, коррелирующие с активами кризисной страны, чья доходность высоко волатильна. Кроме того, падение стоимости портфеля может вести к требованию со стороны кредиторов внесения изменений в региональную диверсификацию вложений среди стран, которые между собой тесно связаны. Они будут изымать инвестиции из всего региона сразу. Таким образом, сильные финансовые связи со страной, выступающей главным региональным кредитором, ведут к повышенной финансовой нестабильности.

Последний канал отражает информационный эффект и гипотезу о том, что валютный кризис в одной стране посылает сигнал спекулянтам о подрыве фиксированного курса, что вынуждает инвесторов увеличить ликвидную позицию и продать часть вложений. Нередко отток капитала вызывается не столько макроэкономическими характеристиками, сколько тем, что национальные активы рассматриваются как высоколиквидный актив, который легко можно купить или продать, вследствие чего в момент экстренной балансировки портфеля с ним расстаются в первую очередь. Аналогичным

образом расстаются с самыми представительными активами, которые составляют большую долю рыночного оборота. Кризис в одной стране служит т.н. «запускающим вызовом» (wake-up call), который побуждает участников финансовых рынков пересмотреть фундаментальные макроэкономические характеристики других стран. Финансово уязвимые страны или государства со слабыми макроэкономическими показателями могут стать объектом инфицирования в результате сдвига в настроениях рынка или увеличения неприятия риска. Валютный кризис в одной из стран провоцирует страхи, что спекулятивная атака продолжится в других странах.

Информационный эффект будет тем больше, чем выше доля краткосрочного внешнего долга, ниже уровень иностранных резервов, слабее банковская система и т.д. Информационный эффект может основываться на неполной и/или асимметричной информации. Гильермо Кальво и Энрике Мендоза разработали формальную модель, в которой издержки для получения информации заставляют большинство инвесторов следовать поведению предположительно хорошо осведомленных инвесторов. Как следствие, рынок становится подвержен слухам и домыслам, стимулирующим стадное поведение. Это, в свою очередь, ведет к большим и неожиданным изменениям финансовых показателей даже в странах со здоровой макроэкономической обстановкой [28]. Важный вывод такого анализа состоит в том, что заслуживающие доверия макроэкономические институты (т.е. институты, облегчающие процесс извлечения информационного сигнала из «шума») способствуют снижению уязвимости развивающихся стран к внешним шокам.

Обобщенная сравнительная характеристика трех генераций теоретических моделей валютных кризисов представлена в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Сравнение теоретических моделей валютных кризисов

	Модели первого поколения	Модели первого поколения Модели второго поколения	Модели третьего поколения
Основоположники	P. Krugman; P. Garber; R. Flood.	M. Obstfeld; A. Calvo; A. Rose; A. Velasco; S. Morris.	A. Rose, B. Eichengreen, M. Obstfeld
Основные экономические показатели	· Финансовый дефицит / ВВП. · Реальное количество денег. · M1 сальдо.	· Экспорт. · Импорт. · Реальный обменный курс. · Условия торговли. · Производство. · Реальная процентная ставка	· Внутренний кредит / номинальный ВВП. · M2 / международные резервы. · M2 мультипликатор. · Цены на акции. · Депозиты. · Банковские кризисы
Основные свойства	· Сфокусирована на долгосрочной перспективе. · Уникальное равновесие.	· Сфокусирована на краткосрочной перспективе. · Несколько равновесий.	· Эти модели уже позволяют установить, как денежно-кредитная политика может

	Монетизация дефицита государственного бюджета является причиной спекулятивной атаки на национальную валюту	Валютный кризис в значительной степени зависит от ожиданий спекулянтов.	повлиять на валютные кризисы и объяснить причины, почему кризис распространился на разные страны
Основные недостатки	Правительство и Центральный банк пассивно наблюдают за спекулятивной атакой.	Не объясняется распространение валютного кризиса	· Эти модели уже позволяют установить, как денежно-кредитная политика может повлиять на валютные кризисы и объяснить причины, почему кризис распространился на разные страны

Вместе с тем, отмечая приведенные отличия, уместно подчеркнуть, что реальные кризисы не объясняются исключительно одной из этих моделей и не возникают в отдельных странах только вследствие их инфицирования. Как правило, в кризисах переплетаются и фундаментальные макроэкономические предпосылки, и спекулятивные ожидания, и элементы внешнего заражения. Ведь если появляется процесс распространения кризиса, то валютные потрясения должны первоначально возникнуть в одной из стран либо вследствие макроэкономических фундаментальных причин, либо в результате самоисполняющегося кризиса вследствие спекулятивной паники.