

**CURRENCY CRISIS AS FORM OF MONETARY AND FINANCIAL INSTABILITY:
CONCEPT, SOURCES, MODELS**

The currency crisis concept, sources and models are examined in the article. The relationship and interdependence of currency and financial instability are revealed. The approaches to currency crisis definition are investigated. Currency crisis is defined to be the highest form of currency instability and to reveal in sharp depreciation of national currency. It is proved that depending on the nature of the consequences, the actual currency crisis and the monetary and financial crisis should be distinguished. The main sources of currency crises are revealed: the state of the balance of payments, the debt of the state and the private sector. The main classifications of currency crises are considered. There is balance of payments crisis, currency and debt crisis, currency and banking crisis; the world monetary system and local crises. The characteristics of the main models of currency crises are given. It is concluded that their formation is based on the evolution of views on currency instability nature, the sources and causes of its occurrence as national economies and the world economy develop.

Keywords: *currency (monetary and financial) crisis; currency instability; financial instability; exchange rate; foreign exchange reserves; gross national product; balance of payments crisis; currency and debt crisis; currency and banking crisis; currency crisis models.*

А. П. Левкович
кандидат экономических наук, доцент
БГЭУ (Минск)

**ВАЛЮТНЫЙ КРИЗИС КАК ФОРМА ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ
НЕСТАБИЛЬНОСТИ: ПОНЯТИЕ, ИСТОЧНИКИ, МОДЕЛИ**

В статье исследуются понятие, источники и модели валютного кризиса. Показана взаимосвязь и взаимозависимость валютной и финансовой неустойчивости. Исследованы подходы к определению валютного кризиса. Определено, что валютный кризис является высшей формой валютной неустойчивости и находит свое проявление в резком снижении курса национальной валюты. Обосновано, что в зависимости от характера последствий следует выделять собственно валютный кризис и валютно-финансовый кризис. Выявлено, что основными источниками валютных кризисов выступают состояние платежного баланса, задолженность государства и частного сектора. Рассмотрены основные классификации валютных кризисов. Выделены кризисы платежного баланса, валютно-долговой и валютно-банковский; мировой валютной системы и локальные кризисы. Дана характеристика основных моделей валютных кризисов. Сделан вывод, что в основе их формирования – эволюция взглядов на природу валютной неустойчивости, источники и причины ее возникновения по мере развития национальных экономик и мировой экономики в целом.

Ключевые слова: *валютный (валютно-финансовый) кризис; валютная неустойчивость, финансовая неустойчивость; валютный курс; золотовалютные резервы; валовой внутренний продукт; кризис платежного баланса; валютно-долговой кризис; валютно-банковский кризис; модели валютного кризиса.*

Финансовые шоки 2007–2009 гг., пандемия 2020–2022 гг., санкционные шоки и геополитическая турбулентность предопределяют усиление регионализации и глокализации мировой экономики и формируют в настоящее время тенденцию регионализации глобализации, что, однако, не снижает риски валютно-финансовой нестабильности, в том числе в своей высшей форме – валютного (валютно-финансового) кризиса.

Таким образом, определение содержания валютного кризиса, источников и причин его возникновения является важной задачей для формирования адекватного механизма его предупреждения в каждой отдельной национальной экономике и мировой экономике в целом.

Значимыми валютно-финансовыми кризисами в мировой экономике явились европейский кризис 1992–1993 гг., мексиканский кризис 1994–1995 гг., азиатский кризис 1997–1998 гг., российский кризис 1998 г., что повлекло появление фундаментальных исследований в данной области в конце 1990-х – начале 2000-х гг. Глобальный финансово-экономический кризис 2007–2009 гг. сопровождался валютной нестабильностью, однако его эпицентром явились долговой рынок и сегмент страховых услуг. В настоящее время большинство работ посвящено главным образом эпизодам валютной нестабильности в отдельных странах, исследованию условий ее возникновения и протекания, а также последствий для определенной страны.

В зарубежных и отечественных исследованиях не существует единого подхода к трактовке валютного кризиса. Так, П. Кругман, основоположник теории валютной нестабильности, определил его в широком смысле как «порочный круг, когда вкладчики пытаются избавиться от валюты, ожидая падения ее курса, а валюта падает из-за действия вкладчиков», и подчеркнул, что невозможно четко определить понятие валютного кризиса [1]. По мнению А. В. Аникина, валютно-финансовый кризис является компонентом финансового кризиса [2].

Л. Н. Красавина использует более широкую трактовку, определяет его как кризис мировой валютной системы и характеризует как нарастание валютных противоречий, резкое нарушение функционирования валютной системы, проявляющееся в несоответствии структурных принципов организации международных валютных отношений изменившимся условиям производства, мировой торговли, соотношению сил в мире [3, с. 56–57].

Большинство зарубежных авторов определяют валютно-финансовый кризис через оценку динамики показателей валютной сферы, прежде всего резкое обесценение национальной валюты. Дж. Франкел и А. Роуз определили валютный кризис как «быстрое номинальное обесценение валюты как минимум на 25 % в месяц или 10%-й ежемесячный прирост уровня обесценения» [4]. М. Монтес и В. Попов расширили рамки падения обменного курса до 30 % [5]. Б. Айхенгрин, А. Роуз и Ч. Уиплош не ограничились лишь темпами обесценения национальной валюты. Они также отнесли к валютной нестабильности те случаи, когда спекулятивные атаки были успешно отражены, однако привели к ужесточению денежно-кредитной политики [6]. Г. Камински, С. Лизондо и К. Рейнхарт разработали индекс колебаний валютного рынка, который рассчитывался как среднее взвешенное изменений обменного курса и золотовалютных резервов [7]. При этом изменение процентных ставок не учитывалось, так как во многих странах, испытавших валютный кризис, существовал жесткий контроль за их динамикой.

Итак, в определении валютного кризиса имеют место два подхода: 1) рассмотрение валютного кризиса как самостоятельного явления; 2) трактовка проявлений валютной нестабильности как компонентов финансового кризиса.

В основе трактовки валютного (валютно-финансового) кризиса лежит подход к пониманию валютно-финансовой нестабильности, поскольку кризис – высшая форма ее проявления. В зависимости от форм проявления нестабильности следует выделять валютную и финансовую нестабильность. Валютная неустойчивость проявляется в волатильности валютных курсов, девальвации и ревальвации валют, ухудшении международной валютной ликвидности. Финансовая нестабильность – неспособность финансовой системы противостоять шокам и осуществлять перераспределение финансовых ресурсов в экономике и трансформировать сбережения в инвестиции. При рассмотрении валютных механизмов как элемента финансовой системы государства валютная нестабильность выступает одной из форм нестабильности финансовой. Если источником валютной нестабильности является задолженность государственного или частного (реального или банковского) секторов экономики, долговой кризис государства и банковский кризис могут рассматриваться как типы валютной нестабильности в высшей, кризисной форме ее проявления [8].

В условиях тесного переплетения и взаимозависимости валютной и финансовой нестабильности определенным инструментом их разграничения может явиться объект исследования. В случае валютной нестабильности это валютный курс, финансовой – динамика ВВП. Исходя из этого критерия, собственно валютный кризис находит проявление в динамике показателей валютной сферы – резком обесценении национальной валюты, как минимум на 25–30 % в месяц (или 10%-й ежемесячный прирост уровня обесценения), при сокращении золотовалютных резервов государства либо отказе государства от политики фиксированного валютного курса. В случае, когда нестабильность и резкое падение валютного курса в конечном итоге приводят к снижению ВВП и соответствующим последствиям финансового кризиса, валютную нестабильность такого рода следует трактовать как валютно-финансовый кризис.

Кроме того, обозначенные подходы к определению понятия валютного кризиса не противоречат друг другу, поскольку вызваны главным образом эволюцией взглядов на природу, источники возникновения, характер последствий валютной нестабильности, взаимосвязи с формами собственно финансовой нестабильности по мере развития национальных и мировой экономики в целом.

В исследовании валютно-финансовых кризисов важным выступает выявление источников их возникновения. На основании этого критерия рядом исследователей предложена их классификация. В обобщенном виде выделяют собственно валютный кризис (кризис платежного баланса), финансовый кризис (кризис государственного долга), банковский кризис (кризис задолженности частного сектора).

В основе собственно валютного кризиса лежит несоответствие между уровнем обменного курса, обеспечивающим его режимом валютного курса (как правило, фиксированным) и состоянием платежного баланса. В результате происходит сокращение или полное истощение золотовалютных резервов, снижение международной валютной ликвидности, резкое падение (девальвация) курса национальной валюты, отказ от фиксированного режима валютного курса.

Финансовый кризис в данном узком понимании является следствием несоответствия между объемами государственного внешнего долга и имеющимися ресурсами для его погашения, а чаще оценки инвесторами способности его погашения правительством. При номинировании долга в иностранной валюте отток капитала в ожидании дефолта государства и девальвация национальной валюты создают прямые предпосылки к исчерпанию резервов и падению курса. Если долг номинирован в национальной валюте, а среди

его держателей преобладают иностранные инвесторы, также создаются предпосылки для оттока капитала и девальвации, поскольку повышается давление на валютный рынок.

Накопление задолженности в частном секторе провоцирует банковский кризис. Он находит свое проявление в неспособности банковских учреждений осуществлять расчеты и трансформацию сбережений в инвестиции. Главной предпосылкой данного кризиса является быстрый рост кредитов частному сектору, особенно в условиях бума на финансовом рынке и рынке недвижимости: последующее сжатие этих рынков вызывает быстрый рост проблемной задолженности. Банковский кризис может иметь мало общего с проблемами равновесия платежного баланса и обслуживания государственного долга, однако при накоплении внешней частной задолженности в иностранной валюте он трансформируется в валютный кризис. Рассмотренная классификация, объясняя возможные причины валютного кризиса, является базовой в раскрытии источников и причин его возникновения. Данный подход к классификации валютных кризисов используют ряд исследователей. Так, М. Ф. Монтес выделяет следующие виды валютного кризиса: кризис платежного баланса, или собственно валютный; кризис внешней государственной задолженности, ведущий к валютному; кризис внешней задолженности частных заемщиков (банковский), который может привести к валютному кризису; кризис номинированного в национальной валюте внутреннего частного или государственного долга, результатом которого является валютный кризис [9].

М. Фельдштайн по источнику происхождения также выделяет 4 вида кризиса: кризис текущего счета; «набег на банки», или валютно-банковский кризис; балансовый кризис как версия валютно-долгового кризиса; валютная эпидемия и неразумная спекуляция как результат прогноза динамики валютного курса участниками рынка [10].

Р. Дорнбуш выделяет старые и новые кризисы [11]. К старым (классическим) кризисам Р. Дорнбуш относит нестабильность, вызванную дефицитом текущего счета. Под новыми кризисами понимаются разнообразные комбинации элементов финансового и валютного шок – как валютно-банковская, так и валютно-долговая нестабильность.

В классификации валютных кризисов различают также кризис мировой валютной системы как противоречие в системе международных валютных отношений и локальные валютные кризисы, которые поражают валюту страны или отдельных стран; циклические и специальные; общие и частные [3].

В исследовании валютных кризисов также проводится выделение моделей валютных кризисов, сочетающее в себе в качестве критерия причины их возникновения и эволюционный подход, охватывающий изменения в факторах возникновения и процессах протекания кризисов в ходе развития национальных и мировой экономик. Признанным является выделение трех поколений данных моделей. Создание модели первого поколения (или канонической) принадлежит П. Кругману, представившему ее в 1979 г. Валютный кризис в моделях первого поколения представляет собой неизбежное следствие конфликта, возникшего между макроэкономической политикой правительства и политикой фиксированного валютного курса центрального банка. В окончательной трактовке кризис вызывается высоким дефицитом госбюджета, финансируемого за счет внутреннего кредита. Перманентное покрытие последнего внутренним кредитом ведет к потере золотовалютных резервов, что делает невозможным поддержание фиксированного валютного курса. Избежание кризиса предполагает реализацию экономической политики, строго соответствующей режиму валютного курса.

Модели второго поколения основываются на подходе, предусматривающем выбор политики в пользу поддержки или отказа от фиксированного валютного курса на основе анализа выгод и бюджетных издержек, необходимых для реструктуризации банковского сектора и погашения его долгов в случае наступления банковского кризиса. В качестве дополняющей причины валютного кризиса рассматриваются настроения и ожидания инвесторов, а также возможность спекулятивной атаки, что делает наступление кризиса самореализующимся явлением. Главный вывод из этих моделей состоит в том, что негативные изменения макроэкономических факторов являются необходимым, но не достаточным условием наступления кризиса.

Модели третьего поколения выделяют в качестве основной причины валютного кризиса состояние банковской системы и чрезмерное кредитование, а также моральный риск в банковской сфере. В данных моделях валютный кризис – часть двойного кризиса – валютно-банковского. Опыт валютно-финансовых кризисов показывает, что наиболее проблемными типами кредитования являются ипотечный и потребительский кредит, кредиты инсайдерам или компаньонам, кредиты, финансирующие спекуляции с ценными бумагами [12]. Модель третьего поколения берет свое начало в работах таких исследователей, как М. Монтес и В. Попов [5], Дж. Франкел и А. Роуз, Р. Флуд и Н. Марион [4, 13].

Таким образом, валютный кризис есть высшая форма валютной нестабильности, характеризующая резким обесценением национальной валюты. В зависимости от характера последствий валютный кризис может принимать форму собственно валютного или валютно-финансового кризиса. Анализ источников и причин валютных кризисов позволяет выделить в их составе кризис платежного баланса, валютно-долговой и валютно-банковский кризис. Выделение моделей валютных кризисов основывается на оценке изменений в факторах их возникновения и процессах протекания по мере развития национальных экономик и мировой экономики в целом.

Источники

1. Кругман, П. Валютные кризисы / П. Кругман. – Издательство Чикагского университета, 2000. – 370 с.
Krugman, P. Currency Crises / P. Krugman. – The University of Chicago Press, 2000. – 370 p.
2. Аникин, А. В. О типологии финансовых кризисов / А. В. Аникин // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2001. – № 4. – С. 43–54.
Anikin, A. V. The typology of financial crises / A. V. Anikin // Bulletin of the Moscow University. Series 6. Economics. – 2001. – № 4. – P. 43–54.
3. Международные валютно-кредитные отношения / под ред. Л. Н. Красавиной. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2014. – 543 с.
International monetary and credit relations / ed. L. N. Krasavina. – 4rd ed., reprint. and add. – M. : Yurayt, 2014. – 543 p.
4. Франкель, Дж. Валютные крахи на развивающихся рынках: эмпирические индикаторы / Дж. Франкель, Э. Роуз // Дискуссионный доклад СЕПР. – 1996. – № 1349. – С. 2–29.
Frankel, J. Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators / J. Frankel, A. Rose // CEPR Discussion Paper. – 1996. – № 1349. – P. 2–29.
5. Монтес, М. Ф. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? / М. Ф. Монтес, В. В. Попов // Теория и история валютных кризисов в России и других странах / пер. с англ. – 2-е изд. – М. : Дело, 2000. – 136 с.

Montes, M. F. “Asian Virus” or “Dutch Disease”? / M. F. Montes, V. V. Popov // Theory and history of currency crises in Russia and other countries / transl. from English. – 2nd ed. – M. : Delo, 2000. – 136 p.

6. Эйхенгрин, Б. Хаос на биржевом рынке: предпосылки и последствия спекулятивных атак / Б. Эйхенгрин, Э. Роуз, Ч. Уайцлош // Экономическая политика. – 1995. – № 21. – С. 30–35.

Eichengreen, B. Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks / B. Eichengreen, A. Rose, Ch. Wyplosz // Economic Policy. – 1995. – № 21. – P. 30–35.

7. Каминский, Г. Основные индикаторы валютных кризисов / Г. Каминский, С. Лизондо, С. Рейнхарт // Рабочий доклад МВФ. Ноябрь 1997.

Kaminsky, G. Leading Indicators of Currency Crises / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // IMF Working Paper. November 1997.

8. Левкович, А. П. Валютно-финансовой нестабильность: содержание и механизмы противодействия / А. П. Левкович // Проблемы прогнозирования и государственного регулирования социально-экономического развития : материалы XXIII Междунар. науч. конф., Минск, 20–21 октября 2022 г. : в 3 т. / редкол.: Н. Г. Берченко [и др.] – Минск : НИЭИ М-ва экономики Респ. Беларусь, 2022. – Т. 2. – С. 36–37.

Levkovich, A. P. Monetary and financial instability: the content and counteraction mechanisms / A. P. Levkovich // Problems of forecasting and state regulation of socio-economic development : materials of the XXIII Intern. sci. conf., Minsk, October 20–21, 2022 : in 3 vol. / ed.: N. G. Berchenko [et al.] – Minsk : NIE M-ry of Economy Rep. of Belarus, 2022. – Vol. 2. – P. 36–37.

9. Монтес, М. Ф. Кризис в Юго-Восточной Азии / М. Ф. Монтес. – Доп. издание. – Институт исследований Юго-Восточной Азии, 1999. – 62 с.

Montes, M. Currency Crisis in Southeast Asia / M. Montes. – Updated Edition. – Institute of Southeast Asian Studies, 1998. – 62 p.

10. Фельдштейн, М. Самозащита для стран с формирующимся рынком / М. Фельдштейн // Рабочий доклад № 6907 / Национальное бюро экономических исследований. – Кембридж, Массачусетс. Январь 1999.

Feldstein, M. Self-Protection for Emerging Market Economies / M. Feldstein // Working Paper № 6907 / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA. January 1999.

11. Дорнбуш, Р. Руководство по кризисам на развивающихся рынках / Р. Дорнбуш // Рабочий доклад № 8326 / Национальное бюро экономических исследований. – Кембридж, Массачусетс. Июнь 2001.

Dornbusch, R. A Primer On Emerging Market Crises / R. Dornbusch // Working Paper № 8326 / National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA. June 2001.

12. Маккиннон, Р. И. Декомпозиция кредитных и валютных рисков / Р. И. Маккиннон, Х. А. Пилл // Рабочие доклады экономического факультета (Стэнфордский университет). – 1998. – № 98-004. – С. 3–21.

McKinnon, R. I. Decomposition of Credit and Currency Risks / R. I. McKinnon, H. A. Pill // Economics Department Working Papers (Stanford University). – 1998. – № 98-004. – P. 3–21.

13. Флуд, Р. Значение политики при кризисных моделях «второго поколения» / Р. Флуд, Н. Марион // Служебные документы. МВФ. – 1995. – Т. 44.

Flood, R. Policy Implication of “Second-Generation” Crisis Models / R. Flood, N. Marion // Staff Papers. IMF. – 1995. – Vol. 44.

Статья поступила в редакцию 30.11.2022 г.