

Моисеев Сергей

## **Последние разработки в области анализа валютных кризисов: модели второго поколения**

Опубликовано "Дайджест-Финансы" №3, 2000, с.17-24

### **Концепция моделей валютного кризиса второго поколения**

Основной упрек, который ставят в вину канонической модели валютного кризиса, заключается в том, что она представляет государственную экономическую политику как некий тупой автоматический механизм<sup>1</sup>. В ходе моделирования предполагается, что правительство независимо от внешней ситуации слепо печатает деньги для покрытия бюджетного дефицита, а центральный банк упорно распродает свои резервы, пока они полностью не исчерпаются. В действительности же государство обладает обширными возможностями. Например, правительство может использовать налогово-бюджетную политику для влияния на платежный баланс, а центральный банк - применять валютную интервенцию или ужесточать денежно-кредитную политику.

Последовавшие за первыми моделями *модели второго поколения* были разработаны с учетом особенностей спекулятивных атак в Европе и Мексике в 1990-х годах. Как выяснилось, существует две черты, отличающие эти атаки от тех, что исследовались первым поколением:

1. В странах, переживших атаки, состояние делового цикла и банковской системы наравне с зависимостью от денежно-кредитной политики стран-кредиторов сковывали действия властей и препятствовали использованию традиционных методов поддержания паритетов валютных курсов.
2. Спекулятивные атаки на развитых рынках капитала, особенно те, что наблюдались в Европе, оказались несвязанными с фундаментальными экономическими факторами, положенными в основу моделей первого поколения.

Ключевые модели второго поколения акцентируют свое внимание на трех взаимосвязанных элементах. Во-первых, они пытаются объяснить желание правительства отказаться от фиксации валютного курса. Во-вторых, они стремятся выяснить, какая причина заставляет правительство поддерживать фиксированный курс. Наконец, в третьих, в ходе создания концепции кризиса, объединяющей первые два указанных элемента, моделями второго поколения изучается рост издержек защиты фиксированного курса, когда люди ожидают (или, по крайней мере, подозревают), что валютный курс может измениться.

Какие мотивы могут подталкивать власти обесценить внутреннюю валюту? Или, иначе говоря, что мешает государству фиксировать валютный курс? Одной из таких причин является большой объем долга с номиналом во внутренней валюте. Для снижения долгового бремени правительству выгодно обесценение своей задолженности, что можно осуществить с помощью девальвации. И частный сектор, безусловно, хорошо осведомлен об этом мотиве отказа от фиксации валютного курса. Например, атаки на французский франк в течение 1920-х гг. были вызваны подозрениями, что правительство захочет попытаться обесценить госдолг, накопленный за Первую Мировую войну.

---

<sup>1</sup> Подробно об экономико-математическом моделировании валютного кризиса с использованием моделей первого поколения см. Моисеев С., Курилец И. «Анализ валютного кризиса: модели первого поколения». «Бизнес и банки» №48, декабрь, 1999.

Другой мотив отказа от фиксированного курса - давление со стороны рынка труда. Если из-за жесткости заработной платы экономика испытывает высокую безработицу, то для решения этой проблемы необходима мягкая денежно-кредитная политика, которая противоречит концепции фиксированного валютного курса. Проблема безработицы послужила причиной отказа Великобритании от золотого стандарта в 1931 г. и расстройств Механизма Обменных Курсов в Европе в 1992 г.

А что находится на противоположной чаше весов? Что заставляет власти защищать фиксированный валютный курс? Возможный ответ состоит в том, что правительство полагает: фиксированный обменный курс важен для поощрения международной торговли и инвестиций. Другой ответ - экономика подвержена хронической инфляции и фиксированный валютный курс выступает гарантом стабильности цен. Наконец, валютный курс может играть роль национального символа (патриотизма, гордости, суверенитета, культуры и т.д.) и/или обязательства в рамках договоренностей о международном сотрудничестве как в случае с Европейской Валютной Системой.

Еще одна интересная проблема: почему недостаток доверия частного сектора к фиксированному валютному курсу делает более трудной его защиту? Существует два варианта объяснения этой проблемы, которые между собой имеют весьма тонкое различие. Некоторые разработчики моделей, такие как профессор Калифорнийского Университета Морис Обстфельд, считают, что защита фиксированного валютного курса становится слишком дорогим удовольствием, когда люди *в прошлом* ожидали, что валюта должна обесцениться *в настоящем*. Например, держатели долговых обязательств правительства в ожидании падения валютного курса подняли процентные ставки, что увеличило текущее долговое бремя и сделало девальвацию неизбежной. Или профессиональные ассоциации и союзы в ожидании обесценения валюты добились такой высокой заработной платы, что подорвали конкурентоспособность экспортной промышленности при данном уровне фиксации валютного курса.

Альтернативного объяснения придерживается профессор Массачусетского Технического Института Пол Кругман. По его мнению, издержки поддержания фиксированного обменного курса растут, если люди *в настоящем* ожидают обесценения *в будущем*. Традиционный механизм защиты фиксированного валютного курса базируется на маневрировании процентными ставками. Чтобы остановить негативные ожидания по отношению к обменному курсу, власти поднимают краткосрочные процентные ставки. Однако высокие ставки могут в дальнейшем либо истощить приток денежных средств для поддержания долговой пирамиды правительства (или предприятий-должников), либо снизить занятость и объем производства.

Попробуем объединить три рассмотренных элемента моделей второго поколения. Необходимо выяснить, почему ожидания изменяют *баланс между издержками и преимуществами поддержания фиксированного валютного курса*. Предположим, что выбор между издержками сохранения валютного паритета и издержками отказа от него складывается таким образом, что в некоторой точке в будущем страна должна девальвировать национальную валюту, даже если спекулятивная атака будет отсутствовать. В таком случае спекулянты попытаются опередить девальвацию и начать атаку раньше. Это нарушит баланс издержек и приведет к более ранней девальвации. Самые сообразительные спекулянты начнут атаку еще раньше. Одним словом, сложится ситуация как в линейной модели с неопределенностью. Кризис возникает еще до того, как срабатывают фундаментальные макроэкономические факторы. Смоделируем более специфическое событие: спекулятивная атака, поднятая хорошо информированными инвесторами, произойдет *в самый ранний момент времени*, когда атака может закончиться успешно. Следует обратить внимание на одну позицию в этом сценарии. Здесь кризис, как и в канонической модели, является результатом внутренней дисгармонии в политике властей. Однако теперь его ускоряют ожидания спекулянтов. Фактор ожиданий должен

подтолкнуть власти к тому, что они будут защищать фиксированный валютный курс, только если они готовы к его поддержанию в долгосрочной перспективе.

По всей видимости, большинство серьезных кризисов работают по описанному сценарию. Вольно или невольно основная часть финансовых аналитиков, предсказывающих валютные кризисы, оглядываются на фундаментальные макроэкономические факторы. Безусловно, они понимают, что кризис "запускают" ожидания девальвации, но в то же время сами ожидания образуются из-за конфликта внутренних целей экономической политики властей. Финансовые рынки же просто озвучивают плохие новости раньше, чем о них желает услышать вся страна. Тем не менее, заявления многих политиков и общественных деятелей, что валюты их стран были "несправедливо" или "произвольно" атакованы спекулянтами, имеют под собой некоторое основание. Попробуем рассмотреть в контексте моделей второго поколения характеристики "несправедливых" атак.

### **Самореализующиеся кризисы**

В основе модели самореализующегося кризиса лежат два допущения. Во-первых, крах режима валютного курса не является предопределенным. Во-вторых, не происходит ухудшение фундаментальных макроэкономических показателей или правительство в состоянии предотвратить негативные тенденции в экономике. Казалось бы, нет никаких реальных оснований для возникновения валютного кризиса. Однако если власти столкнутся с серьезным давлением со стороны спекулянтов, им придется отказаться от поддержания фиксированного валютного курса.

Такой кризис носит название *самореализующийся* или *самовыполняющийся* кризис (self-fulfilling crises). Объяснить его происхождение можно следующим образом. Индивидуальный инвестор не станет выводить капиталы за рубеж, если он полагает, что валютный режим не подвергается опасности. Бегство капитала происходит, когда инвесторы почувствуют приближение кризиса. Таким образом, итогом существования фиксированного валютного курса будет самореализация оптимистичных или пессимистичных настроений рыночных игроков. Кризис наступает, когда на рынке преобладают пессимисты.

Насколько серьезен такой анализ? Ключевой аргумент против моделей самовыполняющегося валютного кризиса состоит в том, что в ней кризис не "подтверждается" макроэкономическими показателями. Ведь на практике самореализация ожиданий происходит лишь, когда такие показатели, как валютные резервы, госбюджет, международные обязательства правительства настолько слабы, что страна становится потенциально уязвимой для спекулятивной атаки. Решающим аргументом против моделей самовыполняющегося валютного кризиса можно считать работу Майкла Бордо и Анны Шварц<sup>2</sup>. Они исследовали исторические эпизоды валютных кризисов за последние два века. Согласно полученным выводам основная причина валютных кризисов заключалась в несовместимости между внутренними и внешними экономическими условиями при данном режиме валютного курса. По мнению М. Бордо и А. Шварц, теория самореализующейся спекулятивной атаки может служить хорошей интеллектуальной моделью, но не более того, поскольку она не находит ни одного подтверждения в виде события в реальном мире.

### **Стадное поведение**

---

<sup>2</sup> Bordo Michael D. and Schwartz Anna J. "Why clashes between internal and external stability goals end in currency crises, 1797-1994". NBER Working Paper №5710, August 1996.

Как каноническая модель валютного кризиса, так и модели второго поколения исходят из предположения, что валютный рынок является эффективным рынком, т.е. экономические агенты наилучшим образом используют всю имеющуюся информацию. Если рынки капиталов эффективны, тогда продажа или покупка финансового актива по господствующей на рынке цене никогда не является сделкой с положительной чистой приведенной стоимостью.

Профессор Чикагского Университета Гарри Робертс определил три уровня эффективности рынка<sup>3</sup>. Первый уровень представляет собой случай, когда нынешние цены отражают всю информацию о ценах в прошлом. Робертс назвал этот уровень *слабой* формой эффективности. На втором уровне эффективности цены отражают не только цены в прошлом, но и всю другую опубликованную информацию. Это *средняя* форма эффективности. Наконец, Робертс рассмотрел *сильную* форму эффективности, при которой цены отражают не просто доступную информацию, но также *всю* информацию, которая может быть добыта в ходе кропотливого фундаментального анализа. В этом случае рынок будет подобен идеальному аукциону: цены *всегда* будут справедливыми и *ни один* инвестор не сможет лучше других прогнозировать их дельнейшую динамику.

Однако исследования случайного блуждания<sup>4</sup> показали, что:

- по меньшей мере, рынок эффективен в слабой степени;
- рынок отчасти обладает средней эффективностью;
- ни одна из групп инвесторов не может постоянно действовать эффективнее самого рынка и что даже различия в уровне эффективности отдельных игроков не более чем случайность.

Таким образом, существуют очень незначительные подтверждения того, что валютный рынок, как и финансовый рынок в целом, является эффективным рынком. Скорее наоборот, рынок демонстрирует устойчивые аномалии, которые расходятся с концепцией эффективного рынка. Каким же образом неэффективность может повлиять на валютный кризис? Прежде всего, она проявляется через "*стадное поведение*" (herding).

В самом общем виде стадное поведение было обнаружено Р. Шиллером в 1989 г. в исследовании фондового краха 1987 года<sup>5</sup>. Шиллер выявил, что единственной причиной лавинообразных продаж пакетов акций было начало движения котировок вниз. В контексте валютного кризиса такое поведение может означать, что вне зависимости от начальной причины волны продаж она, в конечном счете, выльется в паническое бегство из национальной валюты. Помимо естественного искажения и ограничения человеческого знания, что еще может объяснить стадное поведение? Теоретики предлагают два ответа на данный вопрос, причем оба они базируются на предпосылке индивидуальной рациональности инвесторов.

Первое объяснение, являющееся довольно специфичным и представляющее для нас небольшой интерес, основывается на том, что значительная часть денег, инвестируемая в страны, подверженные кризисам, управляется не принципалами, а агентами. Представим себе менеджера какого-либо пенсионного фонда. Результаты его действий неустанно сравниваются с результатами других финансовых менеджеров. По этой причине все вместе они заинтересованы в получении относительно одинаковых результатов. Другими словами, большинство менеджеров имеют сильные стимулы для проведения одинаковых операций, даже если некоторые из них обладают информацией, что общие настроения менеджеров будут вести к убыткам.

<sup>3</sup> Roberts H.V. "Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market". Неопубликованная статья, представленная на семинаре по анализу цен ценных бумаг в Чикагском Университете в мае 1967 г.

<sup>4</sup> Когда экономисты говорят, что динамика цен финансовых активов соответствует случайному блужданию, они не совсем точны. Статистики используют термин *случайное блуждание* для описания рядов динамики, которые характеризуются постоянным ожидаемым изменением для каждого периода и постоянной степенью изменчивости. Но эффективность рынка не подразумевает, что ожидаемые риски и ожидаемые доходы не могут изменяться со временем.

<sup>5</sup> Shiller R. "Market Volatility". MIT Press, Cambridge, 1989.

Второе объяснение более интересно, оно строится вокруг эффекта повального увлечения, при котором инвесторы обладают сегментированной и частной информацией. *Эффект повального увлечения* (bandwagon effect) состоит в том, что когда цена товара изменяется и спрос на него отдельных лиц или групп людей корректируется, другие лица или группы населения «имитируют» такую реакцию и также изменяют свой спрос. Ситуация повального увлечения означает, что рыночная кривая спроса не может быть просто суммой индивидуальных кривых спроса. Вместо этого спрос расширяется в большей, чем прогнозировалась, степени за счет дополнительных экономических агентов, присоединившихся к «повальному увлечению», что придает рыночной кривой спроса более пологий уклон, чем тот, который имел бы место без описанного эффекта.

Предположим, что первый инвестор обладает специфической информацией о фондовом рынке, второй имеет данные о состоянии банковской системы, а третий - о намерениях правительства. Если первый инвестор получает некоторую негативную информацию, то он продает внутреннюю валюту. Второй инвестор, узнав об этом, тоже может продать, даже несмотря на то, что его собственная частная информация нейтральна или слегка положительна. Третий инвестор вопреки наличию собственных благоприятных данных, предпримет продажи, поскольку первый и второй инвесторы до него совершили продажи. Для третьего инвестора их действия означают, что они имеют плохие новости (хотя в действительности негативной информации может и не быть). В результате возникает стадное поведение, приводящее к волне продаж.

Объяснение на основе эффекта повального увлечения в дальнейшем вылилось в теорию информационных каскадов. Теория каскадов подробно описана Абхидитом Бенерджи<sup>6</sup>, а также Сашил Бихчандани, Давидом Хиршлейфером и Иво Уэлчем<sup>7</sup>. Она опирается на фактические наблюдения действий других инвесторов, в результате чего недостаток общеизвестной информации относительно фундаментальных макроэкономических показателей не играет сколько-нибудь важной роли. Предположим, что каждый инвестор обладает некоторой информацией относительно состояния экономики и решает последовательно и публично, держать ли внутреннюю валюту или продать ее. Если окажется так, что первые  $n$  инвесторов на основе проанализированной информации решают продать, то  $(n+1)$ -ый инвестор может проигнорировать свою собственную информацию, - даже если она позитивна относительно жизнеспособности фиксированного валютного курса, - и продать, опираясь на открытую информацию тех, кто были перед ним. Это правило последовательного принятия решения приводит к поведению стада. Люди будут скорее делать то, что делают другие, чем будут использовать свою собственную информацию. Следовательно, если некоторые трейдеры начинают продавать валюту, другие присоединятся к стаду, перемещая экономику от равновесия "нет атаки" к равновесию "есть атака".

В валютных атаках могут присутствовать некоторые элементы теории каскадов, однако не все. Во-первых, в среде, где спекулянты могут непрерывно корректировать свою стратегию в зависимости от новой информации, маловероятно, что индивидуальные инвесторы будут игнорировать свою собственную или новую информацию. Во-вторых, если важны стратегические взаимодействия, то, вероятно, ошибочно полагаться на теорию каскадов, т. к. потенциальный прирост капитала, являющийся результатом действия одного агента, не зависит от действий, избранных другими.

Латиноамериканские экономисты Гильермо Кальво и Энрике Мендоза отступили от концепции последовательного принятия решений А. Бенерджи и вместо этого рассмотрели глобальный рынок со многими идентичными инвесторами, принимающими

---

<sup>6</sup> Banerjee Abhijit. "A Simple Model of Herd Behavior". *Quarterly Journal of Economics*, CVII, 1992.

<sup>7</sup> Bikhchandani Sushil, Hirshleifer David and Welch Ivo. "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades". *Journal of Political Economy*, 1992.

решения одновременно<sup>8</sup>. Они показали, что с информационными разногласиями поведение стада может стать более распространенным, поскольку мировой рынок капитала неуклонно растет. Глобализация приводит к необходимости собирать информацию касательно той или иной страны, что увеличивает вероятность того, что управляющие фондами, осуществляющие свою деятельность на одном рынке, будут выбирать одинаковые портфели. Следовательно, "маленькие" слухи могут стимулировать поведение стада и перемещать экономику из равновесия "нет атаки" в равновесие "есть атака".

### **Международная инфекция кризиса**

Валютные кризисы 1990-х гг. состояли из трех региональных волн: кризис Механизма Обменных Курсов в Европе в 1992-93 гг., Латиноамериканский кризис в 1994-95 гг. и Азиатский кризис в 1997-98 гг. Региональные волны "накрыли" множество самых разнообразных стран, которые, на взгляд простого обывателя, никак между собой не связаны. Такое распространение валютного кризиса получило название "*инфекция*" (contagion)<sup>9</sup>.

Инфицирование объясняется экономическими связями между странами: валютный кризис в одной стране ухудшает фундаментальные макроэкономические характеристики другой. Теоретическая литература выделяет два канала распространения международного кризиса. Первый канал - это торговые связи. Если происходит падение валютного курса страны - торгового партнера, то внутреннее правительство вынуждено девальвировать национальную валюту, чтобы избежать потери конкурентоспособности экспорта. Второй канал - это информационный эффект и гипотеза о том, что валютный кризис в одной стране посылает сигнал спекулянтам, что режима фиксированного курса в странах с аналогичной макроэкономической политикой стал неустойчивым.

Большинство международных кризисов распространяются по первому каналу. Например, страны Юго-Восточной Азии продают на мировом экспортном рынке продукцию со схожими характеристиками. В результате девальвация в Таиланде привела к потере конкурентоспособности малазийского экспорта, и тем самым, стимулировала валютный кризис в Малайзии. Во время европейского кризиса 1992-93 гг. также присутствовал элемент конкурентной девальвации. Обесценение фунта стерлингов негативно повлияло на торговлю и занятость во Франции (или, по крайней мере, так казалось на тот момент времени), что оказало сильнейшее давление на французское правительство и Франция могла вслед за Великобританией выйти из Механизма Обменных Курсов.

Многие исследователи полагают, что Латиноамериканский кризис, начавшийся в декабре 1994 г. в Мексике, демонстрирует типичный пример международной инфекции кризиса. В качестве доказательства они указывают на тот факт, что кризис негативно повлиял на экономики Аргентины и Бразилии. Однако другие экономисты отрицают инфекционный характер латиноамериканского кризиса, ссылаясь на то, что он фактически не затронул Чили и Колумбию, хотя эти страны и имеют широкие торговые связи с Мексикой. Более того, Мексика не является для Аргентины ни главным экспортером, ни импортером. Почему же мексиканский кризис передался Аргентине? Аллан Дрэзен предложил одно интересное "рациональное" объяснение<sup>10</sup>. Оно состоит в том, что группа стран может рассматриваться как единый рынок, чьи характеристики известны не полностью из-за "несовершенного наблюдения". В случае Латиноамериканского кризиса

---

<sup>8</sup> Calvo G. and Mendoza E. "Mexico's Balance-of-Payment Crisis: A Chronicle of Death Foretold". *Journal of International Economics*, №41, 1995.

<sup>9</sup> В отечественной прессе этот специализированный термин иногда переводят как "вирус" (например, "вирус азиатского кризиса"), однако более достоверный, хотя и менее литературный перевод - "инфекция".

<sup>10</sup> Drazen A. "Contagious currency crises". Mimeo, 1997.

страны обладают общей культурой и, как выразился А. Дрэзен, "латиноамериканским темпераментом". Однако остается неясным как этот темперамент влияет на экономику. По мнению А. Дрэзена, если одна из стран группы с общим менталитетом отказалась от фиксированного курса, то спекулянты захотят проверить готовность других стран группы с одинаковым темпераментом защищать свои валютные паритеты.

В принципе, объяснение кризиса на базе единых культурных характеристик можно распространить на политические обязательства по поддержанию фиксированного валютного курса. Наиболее удачно здесь подходит пример европейского Механизма Обменных Курсов. Когда Великобритания и Италия покинули Европейскую Валютную Систему, политические издержки отказа от фиксированного курса снизились для всех остальных стран Европы.

## **Манипулирование рынком**

В сценариях валютных кризисов, возникающих из-за самовыполняющихся рациональных ожиданий или иррационального стадного поведения, существует возможность выгодного *манипулирования рынком* со стороны крупных спекулянтов. Механизм манипулирования достаточно прост. Предположим, что режим валютного курса слабо защищен от спекулятивной атаки. Инвесторы полагают, что в случае атаки власти неизбежно откажутся от фиксированного курса, или они просто имитируют поведение друг друга, что в итоге выльется в бегство капитала от национальной валюты. В такой ситуации крупный спекулянт имеет все шансы получить максимально возможную прибыль. Сначала он незаметно занимает "короткую позицию" в национальной валюте, а затем умышленно запускает кризис через серию публичных заявлений и показную продажу внутренней валюты. Классический пример манипулирования рынком продемонстрировал Джордж Сорос во время атаки на фунт стерлингов в 1992 г. В принципе, Великобритания в любом случае вышла бы из Механизма Обменных Курсов, однако Дж. Сорос запустил валютный кризис раньше, чем он произошел бы при естественном ходе событий.

Атака Сороса на фунт является единственным широко известным примером манипулирования рынком за все 1990-е гг. Во всяком случае, трудно найти такой же яркий пример. Почему планово организованная атака настолько редка? Ответ лишь один - на практике ее очень сложно организовать. Большинство валют попадают под атаку *после* того, как становится известно, что они уязвимы. Мы уже говорили, что каждый спекулянт стремится опередить остальных. Как следствие этого, атака происходит в первый же момент времени, когда она имеет все шансы на успех. Для манипулирования рынком необходимо, чтобы крупный спекулянт *опередил всех остальных* в части прогнозирования времени атаки и анализа фундаментальных макроэкономических показателей, что сделать крайне сложно.

Кроме того, само наличие ведущего спекулянта типа Дж. Сороса позволяет остальным инвесторам определить время атаки. Если инвесторы знают о присутствии крупных спекулянтов на рынке, они заранее станут продавать национальную валюту в ожидании того, что тот или иной ведущий игрок подорвет устойчивость режима валютного курса. В результате кризис происходит безо всякого вмешательства крупных спекулянтов. Причиной валютного кризиса в данном случае выступает информация об интересе "главного манипулятора" к рынку, а временем его наступления - появление этой информации. Спонтанный коллапс режима лишает крупного спекулянта возможности извлечения прибыли. Тем не менее, если никто не будет участвовать в этой игре, то инвесторы больше не станут ожидать валютный кризис, и он так и не произойдет... Налицо парадокс, присущий борьбе за корпоративное управление. Попытка поглощения одной компании другой не будет прибыльной, если курсы акций уже учитывают потенциальные прибыли от сделки, однако если самого поглощения не случится, никто не получит ожидаемой прибыли. С точки зрения экономико-математического

моделирования, если в эту модель не ввести "шум"<sup>11</sup>, то в ней будет отсутствовать любое равновесие.

## Заключение

Хотя валютные кризисы 1990-х гг. и вдохновили большое число экономистов на проведение исследований, тем не менее, множество чисто прикладных вопросов так и осталось неизученным. В частности, как предотвратить валютные кризисы и почему они значительно между собой отличаются? Гильермо Кальво высказал точку зрения, что определенные типы кризисов нельзя подвергать сравнительному анализу, потому что они имеют различную природу. По его мнению, кризисы, характерные для развивающихся стран, обладают существенным предсказуемым элементом. Другие кризисы могут быть предсказаны только при ретроспективном взгляде на них, когда исследователь расширяет в ходе моделирования спектр факторов, влияющих на кризис. Третьи кризисы трудно объяснить исключительно фундаментальными макроэкономическими факторами, что и привело к созданию нового анализа, основанного на информационных разногласиях и стадном поведении.

Эта градация позволяет выбрать оптимальное решение по предотвращению валютных кризисов. Профессор Массачусетского Технического Института Пол Кругман специально для Конференции по валютным кризисам Национального Бюро Экономических Исследований (США) подсчитал, что в мировой экономике валютные кризисы происходят каждые девятнадцать месяцев. Возможно ли что-нибудь сделать, чтобы их предотвратить или, хотя бы, избежать столь частого повторения валютных потрясений? Один вариант решения этой проблемы восходит еще к 1960-м гг. В тот период валютные кризисы были редкостью, поскольку действовал жесткий контроль за движением капитала, и массы «горячих денег», вызывающие кризисы, просто не могли перемещаться из одной страны в другую. Однако вряд ли сегодня реален возврат к закрытым экономическим системам. Другое решение предлагает властям следовать более продуманной и последовательной экономической политике. Тогда у спекулянтов просто не возникнет повода для начала атаки на валютный курс. Беглый взгляд на валютные кризисы 1990-х гг. показывает, что лучше всего их можно описать посредством моделей второго поколения. Их разработка выявила, что валютные кризисы могут произойти, даже если между внутренней экономической политикой и валютным режимом существует полная совместимость. Согласно моделям второго поколения валютные кризисы объясняются *не реальными действиями властей, а ожиданиями финансовых рынков того, что власти могут захотеть сделать*. Следовательно, весь вопрос состоит в том, чтобы гарантировать частному сектору дальнейшее поведение властей. Необходимо гарантировать, что действия государства в будущем никоим образом не войдут в противоречие с политикой фиксированного валютного курса. Можно попытаться гарантировать это разными способами, однако единственной страховкой от валютных кризисов остается независимо плавающий валютный курс или его отсутствие как такового. Другими словами, если страны хотят поддерживать валютную стабильность, они должны избегать половинчатых решений: либо введение свободного плавания, либо присоединение к валютному союзу с общей денежной единицей.

---

<sup>11</sup> Шум, возмущение, помехи - такое воздействие, которое нарушает нормальное функционирование системы.