

# Мировой обзор валютных кризисов: сравнительный анализ

Тумоян Сюзана Г.

аспирант кафедры экономики и финансов,  
Российско-Армянский университет (Ереван, РА)  
syuzigevorgovna96@gmail.com

УДК 336.7; EDN: DHILNV; JEL: G01, E42, E43, F31, F33

**Ключевые слова:** валютные кризисы, платежный баланс, процентные ставки, дисбаланс, обменный курс

## Արտարժույթային ճգնաժամների համաշխարհային վերաբերյալ վերլուծություն Թումոյան Սյուզանա Գ.

Տնտեսագիտության և ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ,  
Հայ-Ռուսական Համալսարան (Երևան, ՀՀ)  
syuzigevorgovna96@gmail.com

**Ամփոփագիր.** Արժույթային ճգնաժամները համաշխարհային տնտեսության մեջ բավականին կայուն երևույթ են դարձել XX -XXI դարերի սկզբին: Տնտեսական գլոբալիզացիայի գործընթացների զարգացմանը զուգընթաց միանգամայն պարզորոշ բացահայտվեց դրանց զարգացման հիմնական ուղղությունը՝ երկրին հատուկից մինչև տարածաշրջանային և համաշխարհային արժույթային ճգնաժամներ:

Արժույթային ճգնաժամի դրամատիկ դրվագները ներառում են Բրետտոն Վուդսի համակարգի փլուզումը 1971-73-ին, բրիտանական ֆունտի ճգնաժամը 1976-ին, Եվրոպական փոխարժեքի մեխանիզմի գրեթե փլուզումը 1992-93-ին, լատինաամերիկյան տեկիլայի ճգնաժամը արժեզրկումից հետո: պեսոն Մեքսիկայում 1994-95 թվականներին, ֆինանսական ճգնաժամը, որը տարածվեց Ասիայում 1997-98 թվականներին, իսկ վերջերս համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը 2008-09 թվականներին և 2014-2015 ճգնաժամը, որը կտրուկ արժեզրկվեց շատ զարգացած, ինչպես նաև զարգացող երկրները, այդ թվում՝ հետխորհրդային տարածքում:

**Հանգուցարաններ՝** արժույթային ճգնաժամեր, վճարային հաշվեկշիռ, տոկոսադրույքներ, անհավասարակշռություն, փոխարժեք:

## World Review of Currency Crises: Comparative Analysis

Tumoyan Syuzana G.

PhD student, the Chair of Economics and Finance,  
Russian-Armenian University (Yerevan, RA)  
syuzigevorgovna96@gmail.com

**Abstract.** Currency crises have become a fairly stable phenomenon in the world economy in the late XX – early XXI centuries. As the processes of economic globalization developed, the main trend of their development was quite clearly revealed: from country-specific to regional and world currency crises.

Dramatic episodes of currency crises include the collapse of the Bretton Woods system in 1971-73, the British pound crisis in 1976, the near-collapse of the European Exchange Rate Mechanism in 1992-93, the Latin American tequila crisis after the devaluation of the peso in Mexico in 1994 -95 years, the financial crisis that swept through Asia in 1997-98, and more recently the global financial crisis in 2008-09 and the 2014-2015 crisis, which caused sharp depreciation in many developed as well as developing countries, including those in the post-Soviet space.

**Keywords:** currency crises, balance of payments, interest rates, imbalance, exchange rate.

Последняя декада 1990-х годов внесла «новизну» в финансовую нестабильность. Несмотря на то, что раньше причиной валютных кризисов в большинстве случаев была макроэкономическая политика, в последнее десятилетие это так же повлияло и на развитые экономики мира.

Новый этап начался с кризиса европейского механизма валютных курсов (ЕМВК) в 1992 году, когда британский фунт и итальянская лира были вынуждены быть девальвированы.

В конце 1994 года серьезный валютный кризис поразил Мексику, и в течение следующих нескольких месяцев это распространилось на многие другие латиноамериканские страны, в частности, на Аргентину. Хотя Аргентине и удалось защитить валютный паритет, внезапный отток капитала и банковский кризис вызвал однолетнюю рецессию.

Два года спустя еще более неожиданная и удивительная серия финансовых кризисов произошла в Юго-Восточной Азии. Азиатские Тигры наслаждались репутацией быстрого роста

с точки зрения макроэкономики: уравновешенные и конкурентоспособные экономические системы, которые быстро перешли из категории развивающихся стран с низким доходом в категорию более высокого среднего дохода во время жизни одного поколения.

Внешние последствия азиатского кризиса стали намного более серьезнее, чем в случае мексиканского кризиса. В то время как мексиканский кризис имел региональный характер, азиатский затронул целую мировую экономику и распространился на другие континенты.

Азиатский кризис начался в Таиланде в июле 1997 и в первую очередь поразил Малайзию, Индонезию и Филиппины летом 1997 года. Следующая волна накрыла Гонконг, Республику Корея, и снова Индонезию, но уже осенью 1997 года и начале 1998. Сингапури Тайвань были затронуты в меньшей степени.

Азиатские события также подорвали доверие на других развивающихся рынках, особенно в России и Украине, вызвав хроническую финансовую неустойчивость. Обе страны, после сопротивления нескольким спекулятивным атакам по отношению к их валютам в конце 1997 и в первой половине 1998, уже были полностью подвержены кризису в августе – сентябре 1998.

Таким образом, рассмотрим подробно мексиканский валютный кризис 1994 года, а также валютные кризисы в Аргентине и Малайзии.

### Мексиканский валютный кризис 1994 года

Чтобы понять причины Мексиканского валютного кризиса 1994-1995 гг., необходимо проанализировать состояние экономики в данной стране в 1980 годы. В декабре 1987 года был начат комплекс реформ, направленных на "перестройку мексиканской экономики" [1].

Политика по проведению реформ была успешно осуществлена, что привело к макроэкономической стабильности. Инфляция снизилась с почти 160% в 1987 году до 18% - 30% в 1989-1991 гг. и далее до 12% в 1992 и 8,3% в 1993 году. При этом экономический рост возобновился до 3,5-4,5% в период 1989-1992 годов. Этот результат был весьма примечательным с учетом неудачных попыток реформ в предыдущие годы [2]. Государственный долг был существенно уменьшен с 67% ВВП в 1989 году до 30% в 1993 году, частные притоки капитала выросли в среднем на 6% от ВВП в период с 1990–1993 гг [3].

Начнем анализ с рассмотрения баланса между сбережениями и инвестициями (в макроэкономической теории между ними наблюдается равенство). Можно заметить, что в период с 1988-1994 гг. в Мексике наблюдается значительный рост в инвестициях и сокращение сбережений (см. Таблицу 1).

Таблица 1. Уровни сбережений и инвестиций 1988–1994 гг. (в % ВВП)

	Сбережения			Инвестиции			Чистые сбережения		Текущий счет
	Общественные	Частные	Суммарно	Общественные	Частные	Суммарно	Общественные	Частные	
1988	1,4	17,6	19	5	15,4	20,4	-3,6	2,2	-1,4
1989	3,1	15,6	18,7	4,8	16,5	21,3	-1,7	-0,9	-2,6
1990	6,7	12,5	19,2	4,9	17	21,9	1,8	-4,5	-2,7
1991	7,5	10,3	17,8	4,6	17,8	22,4	2,9	-7,5	-4,6
1992	7,1	9,5	16,6	4,2	19,1	23,3	2,9	-9,6	-6,7
1993	6,3	8,9	15,2	4,2	17,8	22	2,1	-8,9	-6,8
1994	5	10,7	15,7	4,5	19,1	23,6	0,5	-8,4	-7,9

Источник: Составлено автором

Общий объем инвестиций вырос с 20,4% ВВП в 1988 году до 23,6% в 1994 году. Интересно, что государственный сектор инвестиций оставался относительно стабильным, в то

время как рост был обусловлен бумом частных инвестиций. Это сопровождалось еще более явным снижением склонности к сбережению. Общая бережливость упала с 19% от ВВП в 1988

году до 15,2% от ВВП в 1993 году и 15,7% в 1994 году. Частные сбережения снизились с 17,6% от ВВП в 1988 году до 8,9% в 1993 году. Таким образом, ухудшение состояния текущего счета - дефицит достиг 6,8% от ВВП в 1993 году и 7,9% в 1994 году – в первую очередь вызван уровень частных сбережений не соответствует уровень частных инвестиций [4].

Что касается валютной политики, то стоит отметить, что в последние десятилетия Мексика изменила свою валютную политику несколько раз и имела в истории несколько значительных девальвационных эпизодов (например, 1976, 1982 и 1985 гг.). Фиксированный режим валютного курса, введенный в 1988 году и позднее исправленный несколько раз играл важную роль в антиинфляционной стратегии мексиканских властей.

Политика поддержания низких процентных ставок имела непосредственные последствия для уровня валютных резервов в 1994 году. Этот основной, но важный момент подчеркивается Sachs et al. (1995). До марта 1994 года, Мексиканский частный сектор продажа ценных бумаг для иностранных инвесторов в размере, который можно грубо оценить примерно в 20 млрд долларов ежегодно. Этот приток капитала финансировал дефицит текущего счета.

Платежный баланс. Сальдо счета текущих операций, имевшее положительное сальдо в 1987 году, вскоре оказалось отрицательным. После 1990 года размер дефицита значительно увеличился. В 1991 году на его долю приходилось 4,6% ВВП, в 1992 и 1993 годах он оставался на уровне около 6,5% для дальнейшего расширения до примерно 8% ВВП в 1994 году.

Из вышесказанного, можно прийти к выводу, что до сих пор нет четкого консенсуса по вопросу разьяснения кризиса. Были использованы различные модели для описания кризиса. Это были модели первого и второго поколения валютных кризисов, которые указывают на роль самореализации ожиданий и политических и экономических трудностей.

### **Валютный кризис в Аргентине**

1980-е годы были отмечены рядом экономических и финансовых проблем. Одной из них была хроническая инфляция и периодическая гиперинфляция, что привело к повсеместной долларизации экономики. Кроме того, преобладающие дефициты государственного сектора вытесняют кредиты частного сектора [5]. Банковский кризис разразился в 1980 г., а через год перерос в тяжелый валютный кризис.

Следующий кризис начался в 1985 году и закончился в 1987 году. Последующий экономический план, направленный на снижение инфля-

ции, привел к ее вспышке в 1989 году и полной долларизации экономики по мере ослабления доверия инвесторов. Две огромные девальвации произошли в конце 1989 года и в 1990 году. После еще одной финансовой турбулентности еще один план стабилизации провалился. Обменный курс, который в соответствии с предыдущими планами был привязан, был подвержен колебаниям, и все меры контроля над ценами были отменены [6]. Трудности периода 1989-1990 годов, главным образом в результате гиперинфляции, позволили в целом признать необходимость проведения реформ.

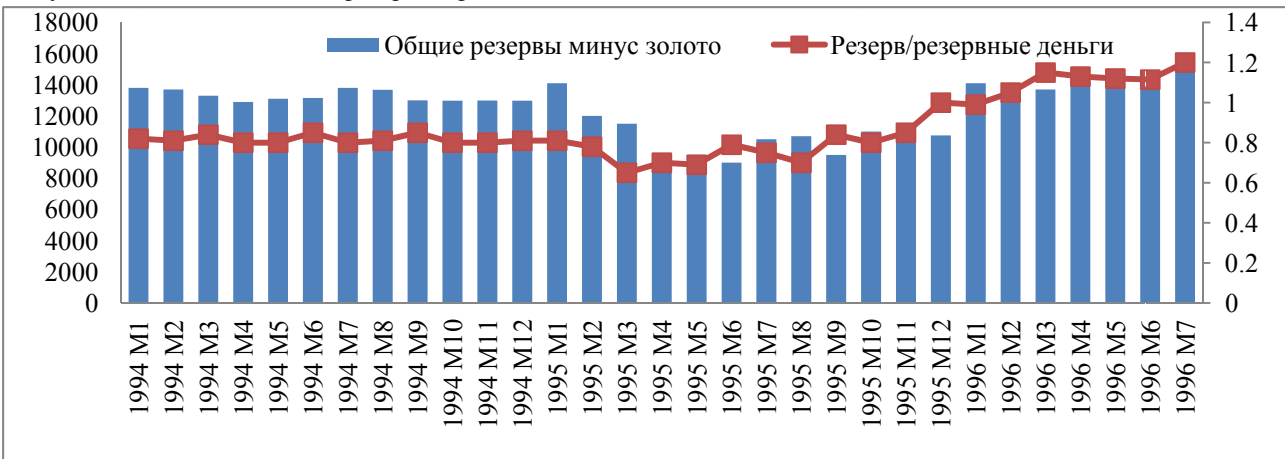
В большей мере пострадала банковская система Аргентины. В период с декабря 1994 года по март 1995 года Центральный банк (БЦРА) потерял 41 процент своих международных резервов, защищая привязку песо к доллару. Банковская система потеряла 18% своих депозитов за пять месяцев, что вызвало проблемы с ликвидностью. С целью восстановления доверия к банковской системе в начале 1995 года был принят ряд пруденциальных правил.

*Монетарная и валютная политика.* С 1991 года Аргентина придерживается такого механизма валютного курса, как валютный совет. В этой форме режима фиксированного обменного курса роль монетарных органов сводится к выпуску купюр и монет, которые полностью обеспечиваются иностранной резервной валютой по требованию по фиксированному валютному курсу. Существует как минимум 100% поддержка резервных денег чистыми иностранными активами Центрального банка. Эти избыточные резервы связаны с чистым капиталом валютного курса, поскольку сеньораж может быть заработан только из процентов по резервам [7].

Международные резервы Аргентины начали быстро сокращаться в январе 1995 года, когда аргентинский песо подвергся давлению и когда банк попытался спасти проблемные коммерческие банки (см. Рисунок 1).

Эти резервы достигли самого низкого уровня в марте 1995 года, который составлял около 2/3 денежной базы, что является минимальным требованием для покрытия. ЦБРА затем покупала долларовые казначейские облигации, чтобы смягчить последствия кредитного кризиса. В период с 1994 по 1995 год содержание этих государственных нот в Центральном банке увеличилось на 25%, а затем резко сократилось [8]. Это сокращение отражено на диаграмме 2-1 как высокие показатели валютных резервов в 1996 году.

Рисунок 1. Золотовалютные резервы Аргентины 1994-1996 гг.



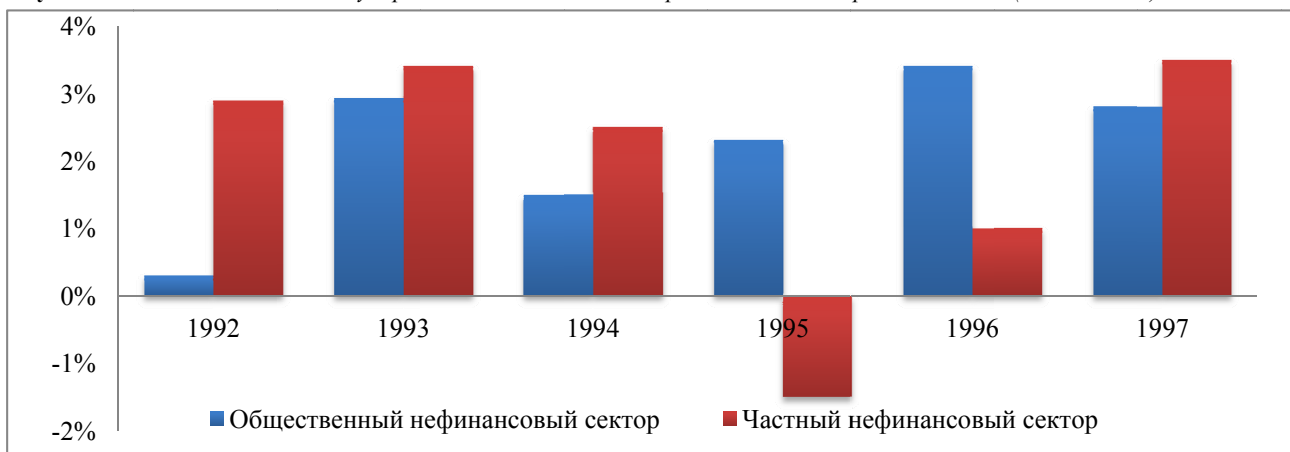
Источник: Рассчитано автором на основе данных IFS

**Платежный баланс.** В 1990-х годах в Аргентине систематически велся дефицит по счету текущих операций, что является типичной чертой развивающейся экономики. Даже в отсутствие торгового дефицита, как это было в 1995 году, когда импорт сократился из-за рецессии, отрицательное сальдо счета текущих операций было вызвано оттоком инвестиционных доходов.

Как показал 1995 год, дефицит текущего счета должен был финансироваться за счет

внешних заимствований после изменения предпочтений инвесторов и внезапного оттока краткосрочного капитала. Следует отметить, что в течение двух лет, предшествовавших кризису, наблюдался значительный приток портфельного капитала. Чистый приток краткосрочного капитала в 1993 году составил около 15% ВВП Аргентины, что на тот момент в 16 раз больше чистого притока долгосрочных инвестиций.

Рисунок 2. Поток частного и государственного капитала в нефинансовый сектор 1992-1997 гг. (в % от ВВП)



Источник: рассчитано автором на основе данных IMF и IFS

С начала 1990-х годов, не было контроля за движением капитала в финансовых или коммерческих операциях между резидентами и нерезидентами [9]. Значительный рост потоков ПИИ в 1995 и 1996 годах можно объяснить главным образом созданием частных пенсионных фондов и продажами частных фирм иностранным инвесторам [10]. В 1992-1994 годах чистые потоки ПИИ составляли около 1% ВВП, а в 1995-1997 годах - в среднем 1,7%.

Таким образом, с имеющимися данными о том, что Аргентинский финансовый кризис 1995 года сосуществовал со слабым доверием к валютному совету и инвесторам, не склонным к риску. Кроме того, экономические основы аргентинской экономики не имели значения для начала кризиса [11].

Хоть и были спекулятивные нападения на песо, Аргентина не девальвировала валюту. Вместо этого монетарные власти истощили свои валютные резервы, а реальные процентные

ставки выросли. Эта ситуация соответствует определению валютного кризиса, данному Eichengreen, Rose и Wyplosz (1994) [12]. Валютный кризис произошел, хотя в номинальном обменном курсе изменений не произошло.

#### **Валютный кризис в Малайзии, 1997-1998 годы**

Прямой причиной Малазийского финансового кризиса стал эффект заражения от соседей Юго-Восточной Азии. Механизм кризисного развития аналогичен этим странам. Постепенное ухудшение макроэкономической ситуации заставляет международный рынок капитала беспокоиться о дальнейших инвестициях в Малайзию.

Во-первых, если у властей есть достаточные резервы, они могут защитить валюту за счет повышения процентных ставок. Такая мера имеет известный недостаток – она тормозит экономику. Становится все серьезнее, если значительная часть внутреннего долга представляет собой краткосрочный срок погашения. Длительный период высоких краткосрочных процентных ставок может вынудить некоторые компании с коротким сроком до наличных денег отложить инвестиции.

Второй вариант – позволить обменному курсу девальвироваться. Однако если экономика имеет большой запас внешнего долга, особенно в частном секторе или если фирмы берут займы в иностранной валюте, получение их поступлений в национальных компаниях может привести к дефолту со всеми вышеописанными последствиями. Кроме того, дефолты по внешнему долгу наносят ущерб международной репутации страны.

Более того, девальвация влияет на повышение цен на импорт, а это в свою очередь оказывает давление на уровень внутренних цен, ускоряется инфляция, что в свою очередь подпитывает ожидания обесценивания и создает замкнутый круг.

Начнем анализ Малайзии с «уязвимости к валютному / финансовому кризису» в конце 1996 года с обзора результатов научных исследований, связанных с прогнозами валютного кризиса. Самый популярный подход называется «система раннего предупреждения» и основан на том, что обычно некоторые макроэкономические показатели превышают свои обычные значения и, следовательно, выдают предупреждающий сигнал о возможном кризисе. Основным недостатком этой системы является то, что после каждого кризиса исследователи пересматривают набор ведущих индикаторов и придумывают новые, которые, кажется, имеют лучшую силу прогно-

зирования. После этого начинается новый кризис и происходит новый пересмотр. Чтобы защитить валюту от спекулятивного давления, Центральный банк должен иметь достаточные международные резервы. По состоянию на середину 1997 года валютные резервы Малайзии составляли 27,7 млрд. долл.

Общий объем обслуживания внешнего долга в 1996 году составил 6,4 млрд. долл. США или 23% от международных резервов, поэтому их было достаточно для обслуживания долга. По сути дела, Малайзия занимает наилучшую позицию в регионе по этому вопросу. Иногда обслуживание долга представлено как соотношение экспорта - 8,2% что было лучшим показателем в регионе.

Однако возникла некоторая путаница в отношении определения краткосрочной задолженности. Вышеприведенные данные, поступающие из НБМ, показали (как упоминалось выше), что 27% (около 10 млрд из 38,6 млрд долл.) от общего внешнего долга имели краткосрочный характер. Когда мы принимаем во внимание данные Банка международных расчетов, члены которого контролировали 26 миллиардов долларов США (2/3) от общего долга Малайзии, картина выглядит иначе.

Таким образом, в случае финансовой паники все ликвидные денежные активы потенциально могут быть конвертированы в иностранную валюту. Получается, соотношение M2 к иностранным резервам стало еще одним опережающим показателем возможного бедствия. В Малайзии этот показатель составил 480%, что можно считать потенциально опасным.

Начался продолжительный период ожесточенного спекулятивного давления. Краткосрочные ставки достигли уровня 50%. 11 июля 1997 года Филиппины отказались от поддержки своего песо. В январе 1998 года национальная валюта Малайзии достигла своего дна в 4,5 MYR / USD.

Фактической прямой причиной кризиса стало быстрое обращение вспять потоков краткосрочного капитала, которое в конечном итоге обернулось финансовой паникой. Малайзия, которая в 1996 году имела приток более 4 миллиардов долларов и ожидала еще миллиарды в 1997 году, потеряла 4 миллиарда долларов в 1997 году и около 5 миллиардов в 1998 году. Пузыри активов капитала и собственности лопнули.

Кризис привел к снижению ВВП Малайзии на 7% в 1998 году (вместо ожидаемого роста на 8%). Это сказалось на экономике Малайзии по следующим каналам передачи. Крах фондовой биржи стал шоком в стране с такой сильной опорой корпоративного сектора на рынок

капитала. Многие проекты пришлось приостановить, компаниям пришлось отложить инвестиции. Кроме того, широко распространена неопределенность в отношении направления развития экономики, что способствовало замедлению темпов инвестирования.

Банковская система стала неплатежеспособной, соотношение безнадежных кредитов взлетело, а экономика вошла в кредитный кризис. Основным источником беспокойства стали коммерческие банки и финансовые компании, наиболее подверженные риску на рынке активов. В 1997 году качество портфеля банковских услуг медленно ухудшалось. После краха фондового и имущественного рынков этот процесс быстро ускорился. Доля неработающих кредитов в общем объеме кредитов выросла с 6% в декабре 1997 г. до 24% в марте 1999 года. Хуже всего оказалась ситуация с торговыми банками, в которых 37% их активов находились в неработающем состоянии.

Обобщая вышесказанное, можно прийти к выводу что, Малайзия избегала всех экономических и социальных хаосов, характерных для кризисов в соседней Индонезии, Таиланде и Корее. ВВП временно упал (-7,5% в 1998 году), а затем восстановился. Обменный курс снизился на 50% и оставался стабильным на уровне 3,8 MYR / USD.

Таким образом, обобщая вышесказанное, можно сделать следующие выводы о том, что валютные кризисы и другие формы финансовых кризисов присутствовали в экономической истории в течение многих веков. Однако их частота и специфические формы со временем изменились в результате экономического развития и эволюции валютных режимов.

Валютные кризисы стали очень популярной темой академических и политических дебатов с сотнями конференций и семинаров и тысячами публикаций в последние годы. К сожалению, не во всех случаях количество переходит в качество. Многие анализы носят весьма фрагментарный и поверхностный характер и предлагают неясные или даже вводящие в заблуждение выводы.

Путаница начинается с терминологии. Понятие кризиса часто используется весьма неточным и слишком широким образом. Таким образом, первая исследовательская задача состояла в том, чтобы привести терминологию в порядок и предложить максимально точное и эмпирически оперативное определение валютного кризиса. Вывод состоит в том, что

определение Эйхенгрин, Роуз и Виплос (1994) помогает выбрать эмпирические эпизоды, наиболее точно соответствующие интуиции понимания того, что такое валютный кризис (внезапное снижение доверия к конкретной валюте).

Также был проведен обзор кризисных явлений на валютных рынках латиноамериканских и азиатских экономик.

#### Перечень использованной литературы

1. **Lustig N.** (1992). "Mexico: The remaking of an economy". The Brookings Institution, Washington, D.C.
2. **Blejer M.I., G. del Castillo** (1996). "Deja Vu All Over Again?" The Mexican Crisis and the Stabilization of Uruguay in the 1970s. IMF Working Paper WP/96/80.
3. **Sachs J. et al.** (1995). "The Collapse of the Mexican Peso: What Have we Learned?" NBER Working Paper WP 5142, Cambridge.
4. Sources differ in calculations of the current account deficit in relation to GDP. For example Gurrha (2000) citing official Mexican data estimates the deficit to account for 5.8% of GDP in 1993 and 7.0% in 1994
5. **Garcia-Herrero, A.** (1997). Banking Crises in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela. IMF Working Paper No. 97/140.
6. **Choueiri, N., and Kaminsky, G.** (1999). Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina. IMF Working Paper No. 99/152.
7. **Pautola, N., and Backé, P.** (1998). Currency Boards in Central and Eastern Europe: Past Experiences and Future Perspectives. Focus on Transition No. 1.
8. **Caballero, R. J.** (2000). Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies. NBER Working Paper No. 7782.
9. BCRA (2000). Main Features of the Regulatory Framework of the Argentine Financial System. Banco Central de la Republica Argentina: Buenos Aires.
10. IMF (1998). Argentina: Recent Economic Developments. Staff Country Report No. 98/38.
11. **Choueiri, N.** (1999). A Model of Contagious Currency Crises with Application to Argentina. IMF Working Paper No. 99/29.
12. **Eichengreen, B., Rose, A., and Wyplosz, Ch.** (1994). Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System. NBER Working Paper No. W4898.

Сдана/Հանձնվել է՝ 16.03.2023

Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 22.03.2023

Принята/Ընդունվել է՝ 29.03.2023