

Пауло ГАЛА
Фонд Жетулио Варгаса
(Сан-Паулу, Бразилия)

ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА В СТРАНАХ ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ И АЗИИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ⁶¹

Введение

Некоторые исследователи положительно оценивают тот факт, что развивающиеся страны используют стратегию таргетирования реального валютного курса (Bresser-Pereira, 2004a, Frenkel 2004). В частности, занижение курса национальной валюты рассматривается как ключевой фактор, способствующий достижению высоких темпов экономического роста странами Восточной Азии (Bresser-Pereira 2004a). По мнению Williamson (2003), при проведении валютной политики необходимо учитывать ее потенциальное влияние на экономическое развитие. Rodrik (2000) отмечает, что конкурентоспособный валютный курс может благоприятно воздействовать на долгосрочные показатели экономического роста. Обратив-

⁶¹Статья («Exchange rate policies in Latin America and Asia, a Comparative Study») подготовлена для ANPEC (Бразильской ассоциации программ для выпускников экономических специальностей) в серии публикаций Ассоциации Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia (Proceedings of the 33th Brazilian Economics Meeting) под номером 077. Я хотел бы выразить благодарность Luiz Carlos Bresser-Pereira и Albert Fishlow за полезные комментарии и CAPES за финансовую поддержку исследования.

шись к опыту Чили (середина 1980-х гг.), Турции (начало 1980-х гг.), Индии (начало 1980-х гг. и начиная с 1994 г.), Уганды (с 1986 г.) и Маврикия (середина 1980-х гг.), он заявляет, что валютный курс является основным инструментом государственной политики на раннем этапе экономического развития страны. Dornbusch и др. (1995) также приходят к выводу, что поддержание валютного курса на конкурентоспособном уровне необходимо для обеспечения роста производства и экспорта. Рассматривая события, приведшие к кризису в Мексике в 1995 г., они утверждают, что в современных условиях финансово-интегрированной мировой экономики, возможно, одна из основных целей экономической политики — ограничить рост реального валютного курса.

В традиционной макроэкономической теории девальвация стимулирует рост экспорта, доходов и занятости населения (Frenkel, 2004). Валютная политика может существенно повлиять на процесс накопления капитала в национальной экономике благодаря своему воздействию на потребительские расходы, сбережения и инвестиции. Так, завышенный курс национальной валюты может подтолкнуть экономических агентов к принятию непродуманных решений об использовании собственных сбережений (Bresser-Pereira, 2004a). В то же время заниженный курс национальной валюты способен предотвратить кризис и стабилизировать экономическое развитие за счет стимулирования экспорта. Валютный курс — это важный инструмент поддержки сектора торгуемых товаров (tradeable sector), являющийся продуктивным источником инноваций и увеличения производительности (Cavallo, 1990 и Dollar, 1992). Валютная политика важна еще и для того, чтобы, стимулируя торгуемый сектор, предотвращать возникновение «голландской болезни» (Williamson, 2003) и способствовать эффективному размещению привлекаемых в страну иностранных инвестиций (Sachs и другие, 1996, 1986). Существует целый ряд работ, в которых утверждается, что большинство кризисов платежного баланса связано с завышенным курсом валюты (Fajnzylber и другие, 2002, Goldfajn и Valdes, 1998, Sachs и другие, 1996, Sachs, 1986, Dornbusch и другие, 1995, Dollar, 1992, Cavallo и другие, 1990).

В настоящее время все чаще появляются эмпирические исследования, в которых оценивается связь валютной политики с тем-

пами экономического роста на душу населения. Cavallo и другие (1990), Dollar (1992) и Razin и Collins (1997) отмечают наличие отрицательной связи между уровнем валютного курса и темпами экономического роста в развивающихся странах (начиная с 70-х гг. прошлого века); чем более недооцененными являлись национальные валюты, тем выше были темпы роста на душу населения в этих странах. Venaroua и Janci (1999) подтвердили эти результаты, обратившись к опыту развивающихся стран в 1990-е годы. Acemoglu и др. (2002) пришли к аналогичным выводам в своей работе, проанализировав уровень развития институтов, макроэкономической политики и темпов роста в 96 странах с 1970-го по 1997 г. Они установили наличие статистически значимой связи между уровнем валютного курса и ростом доходов на душу населения. Fjanzylber и др. (2002) сравнили темпы экономического роста в странах Латинской Америки и других регионах мира за период с 1960-го по 1999 г. Как и Acemoglu и др. (2002), для оценки эффектов валютного курса они использовали метод, разработанный Easterly (2001) и Dollar (1992). Авторы исследования пришли к выводу, что завышенный курс национальной валюты может оказать негативное влияние на экономический рост. Ускорение темпов экономического роста в некоторых развивающихся странах, по мнению Hausman и др. (2004), в значительной степени определялось наличием в этих странах заниженного уровня валютного курса. Polterovich и Popov (2004) также обнаружили, что занижение валютного курса и связанное с этим накопление валютных резервов положительно коррелируют с темпами роста на душу населения.

Общий для всех перечисленных выше исследований вывод состоит в том, что с 1970-го по 1999 г. курсы национальных валют в странах Азии находились на более низком уровне, чем в странах Латинской Америки и Африки. В большинстве работ отмечается, что занижение курса национальной валюты являлось одной из отличительных особенностей Азиатского региона. Соответственно экономический успех стран Восточной и Юго-Восточной Азии и провалы Латинской Америки и Африки могут быть обусловлены разницей в подходах к валютной политике и различной динамикой валютных курсов в этих регионах. Цель данной работы — сравнить динамику валютных курсов в Азии и Латинской Амери-

ке за период с 1970-го по 1999 г. Характеристика основных особенностей валютной политики в этих регионах дается на примерах отдельных стран. Для анализа динамики курса национальных валют использована информация, содержащаяся в базе данных Всемирного банка⁶², а также рассчитанные автором специальные индексы валютного курса (exchange rate distortion index).

Работа состоит из введения и четырех разделов. В разделе 2 описаны периоды укрепления национальных валют в странах Латинской Америки в 1970-х, 1980-х и 1990-х гг. В этом разделе детально рассмотрены наиболее известные случаи политики экономического популизма в регионе в 1970-х и 1980-х, а также особенности валютной политики, проводимой в рамках стабилизационных программ 1990-х годов в Мексике, Аргентине и Бразилии. В разделе 3 проанализирована реализация валютной политики в странах Восточной Азии, а также описана стратегия экспортно-ориентированного роста, применявшаяся сначала Тайванем, Южной Кореей, Гонконгом и Сингапуром (с 1970-х гг.), затем Малайзией, Индонезией и Таиландом (с 1980-х гг.) и, наконец, Китаем. В разделе 4 представлен сравнительный анализ динамики валютных курсов в странах Латинской Америки и Азии, и в разделе 5 приведены выводы исследования. В данной работе основное внимание уделено анализу динамики валютных курсов, тогда как большинство исследований в этой области сосредоточено на проблеме выбора между различными режимами валютной политики.

Периоды укрепления национальных валют в странах Латинской Америки

После долгового кризиса в начале 1980-х гг. темпы экономического роста в Латинской Америке оставались на удручающе низком уровне, особенно в сравнении с послевоенными темпами экономического развития в регионе. Такие страны, как Бразилия и Мексика, для которых были характерны высокие и стабильные темпы роста ВВП на душу населения, вступили в период неустойчивого развития, который продолжается и по сей день. В целом экономический рост в Латинской Америке (за исключением Чили) в 1980-е и 1990-е гг. замедлился. Дефолт, кризис платежного

⁶²Global Development Network Growth Database (прим. ред.).

баланса и хроническая инфляция стали (особенно в последние 20 лет) распространенными явлениями. Характерными особенностями экономического развития стран Латинской Америки, и это особенно очевидно при сравнении со странами Восточной Азии, являлись завышенный курс национальных валют и слабая бюджетная дисциплина. Широкое распространение в регионе в этот период получили «экономический популизм» и различные программы стабилизации инфляции.

Понятие «экономического популизма» отличается от своего аналога в политологии, где под популизмом понимается политическое течение, которому свойственны демагогическая апелляция к народу и протест против институализированной политической жизни. Правительство впадает в «экономический популизм», когда создает дефицит государственного бюджета, поднимая уровень заработной платы выше уровня производительности в экономике, или укрепляет национальную валюту, чтобы увеличить реальный уровень заработной платы. На короткое время благосостояние населения возрастает, однако в долгосрочном плане подобные действия властей порождают череду негативных последствий, таких, как кризис платежного баланса, банкротство предприятий и ускорение инфляции. В конечном итоге потери в благосостоянии населения обычно превосходят начальные выигрыши. Этот процесс еще называют «наивным перераспределением» (*naive distributivism*). Искусственное повышение уровня реальной заработной платы усиливает дисбалансы в экономике, которые ухудшают положение населения (Bresser-Pereira, 2003, стр.16).

Описание «экономического популизма» можно встретить в целом ряде работ экономистов, занимающихся Латинской Америкой. Так, Sachs (1991) рассматривает три примера: Чили (с 1970-го по 1973 г.), Бразилия (1985—1987 гг.) и Перу (1985—1987 гг.). В каждой из этих стран присутствовали традиционные элементы популизма: значительный дефицит бюджета, завышенный валютный курс, кризис платежного баланса и растущая инфляция. Во всех случаях увеличение темпов роста ВВП, происходившее на начальном этапе проведения данной политики, сменялось резким понижением. Также в этих странах наблюдалось укрепление национальной валюты и возрастала вероятность внешнеэкономического кризиса. Лидеры стран Латинской Америки — Salvador

Allende⁶³ (с 1971-го по 1973 г.), Jose Sarney⁶⁴ (1985 — 1988) и Alan Garcia⁶⁵ (1985 — 1988) — каждый по-своему проводили этот тип экономической политики. По мнению Sachs, «экономический популизм» являлся одним из факторов хронической инфляции в Латинской Америке. «Экономический популизм помогает объяснить тот факт, что в 1987 г. в Латинской Америке было не менее пяти стран, инфляция в которых выражалась трехзначными цифрами — Аргентина, Бразилия, Мексика, Никарагуа и Перу» (Sachs, 1991, с. 126).

Завышение валютного курса широко использовали в качестве инструмента развития внутренней промышленности, отводя ему роль косвенного налога на экспортируемые сырьевые товары. На начальном этапе данная стратегия оказала некоторое положительное влияние на развитие промышленности, однако в дальнейшем ее эффективность снизилась. Она привела к ослаблению конкурентоспособности стран Латинской Америки на мировом рынке. Недавние примеры укрепления национальных валют при проведении стабилизационных программ в странах Южного конуса⁶⁶, а именно в Уругвае, Чили и Аргентине, также негативно повлияли на развитие торгуемого сектора в регионе (Fishlow, 2004 [1985], стр. 228, см. также Diaz-Alejandro, 1991 [1981], стр. 92).

Наблюдается поразительное сходство экономической политики стран Латинской Америки в конце 1970-х гг. и в 1990-е гг. Так называемые «эксперименты по либерализации Южного конуса» включали в себя финансовые и внешнеторговые реформы в сочетании с режимами фиксированных валютных курсов и пассивной денежно-кредитной политики. Целями проводимых реформ являлось снятие ограничений на движение капитала, а также либерализация внутреннего финансового рынка и внешней торговли. Предполагалось, что фиксированные валютные курсы (так называемые «tablitas») помогут снизить инфляцию. Данные экспери-

⁶³Сальвадор Альенде (Salvador Allende) — президент Чили с 1970-го по 1973 г. (**прим. ред.**).

⁶⁴Хосе Сарней (Jose Sarney) — президент Бразилии с 1985-го по 1990 г. (**прим. ред.**).

⁶⁵Алан Гарсия (Alan Garcia) — действующий президент Перу (с 2006 г.), первый президентский срок — с 1985-го по 1990 г. (**прим. ред.**).

⁶⁶Южный конус — общее название стран юга Южной Америки: Аргентины, Бразилии, Парагвая, Уругвая и Чили (**прим. ред.**).

менты в конечном итоге привели к либерализации экономики в условиях укрепления национальной валюты [Fanelli и Frenkel (1993) и Frenkel (2002)]. При этом состояние экономики в Латинской Америке и динамика притока капитала очень напоминали предкризисную ситуацию 1990-х гг. (Damill и Frenkel, 2003, стр. 4). Кризисы, порожденные экономическими экспериментами в странах Южного конуса, весьма походили на события, развернувшиеся в 1990-х гг. в Мексике, Бразилии и Аргентине.

Мексика является показательным примером валютной политики в Латинской Америке. За последние 20 лет в этой стране имели место два периода значительного роста курса национальной валюты (в 1978—1982 гг. и в 1990—1994 гг.), которые закончились кризисами платежного баланса в 1982-м и 1994 г. соответственно. Такие авторы, как, например, Dornbusch и др. (1995), провели сравнение экономики Мексики и Чили после долгового кризиса. Правильность валютной политики, проводимой в Чили, по мнению исследователей, подтверждается тем, что здесь удалось избежать экономического кризиса, аналогичного тому, который произошел в Мексике в 1990-е гг. (см. Dornbusch и др., 1995, стр. 257—258). Авторы также рассмотрели состояние экономики Бразилии и Аргентины в 1990-х гг. и высказали опасения по поводу возможного валютного кризиса. Они рекомендовали Бразилии провести девальвацию своей валюты, а Аргентине — сохранять действующий режим валютного правления до тех пор, пока дефляция не приведет к корректировке реального валютного курса (Dornbusch и др; 1995, стр. 262—263). Аргументируя высказанную точку зрения, авторы указали на положительные примеры корректировки валютных курсов, которые происходили без наступления валютного кризиса: в Бразилии в 1987 — 1990 гг. перед правлением Collor⁶⁷, когда курс был завышен на 54%, и Аргентине при Martinez de Hoz⁶⁸ в период с 1979-го по 1980 г., когда курс был завышен на 60% (см. также Frenkel, 2003).

Другим интересным примером валютной политики является опыт Чили. После кризиса 1982 г. правительство страны, по всей

⁶⁷Фернанду Колор де Мело (Fernando Collor de Mello) — президент Бразилии с 1990-го по 1992 г. (прим. ред.).

⁶⁸Хосе Мартинес де Ос (José Martínez de Hoz) — аргентинский политик, занимал пост министра экономики страны с 1976-го по 1981 г. (прим. ред.).

видимости, осознало негативные последствия завышенного валютного курса. French-Davis (2004) в своей работе описывает эволюцию валютной политики Чили за последние тридцать лет. Проанализировав влияние экономических реформ 1970-х и 1980-х гг. на экспорт Чили, он подчеркивает важность изменения валютной политики после долгового кризиса. В 1970-х и 1980-х гг. Чили пережила два продолжительных периода укрепления национальной валюты, связанных с политикой «экономического популизма» и введением стабилизационных программ, которые препятствовали росту экспорта. Несмотря на либерализацию торговли и принятие мер по стимулированию экспорта, уровень валютного курса сдерживал развитие экспорта. После второго этапа экономических реформ, проведенных в 1980-е гг., девальвация национальной валюты привела к значительному расширению экспорта. Начиная с этого времени до середины 1990-х Центральный банк Чили увеличил масштабы валютных интервенций для того, чтобы сдержать значительное укрепление национальной валюты относительно валют стран — основных торговых партнеров (French-Davis, 2004, стр. 205). В этой связи Montiel (2003, стр. 427) обращает внимание на более выигрышную стратегию Чили по сравнению с той, которая реализовалась в 1990-е гг. в Мексике и Таиланде. Cardoso (2003) отмечает, что валютная политика Чили в последние годы в значительной степени напоминает политику Южной Кореи и, возможно, в этом кроется причина роста чилийской экономики.

Аргентина — хрестоматийный пример 1990-х гг., когда чрезмерный рост курса национальной валюты сопровождался экономическим кризисом. После успешного введения режима валютного правления и стабилизационной программы в начале 1990-х гг. уровень валютного курса в реальном выражении стал повышаться по мере того, как на мировом рынке происходило укрепление доллара. После девальвации национальной валюты в Бразилии в 1999 г. курс аргентинского песо стал еще более завышенным. Значительный рост реального валютного курса в странах Латинской Америки, как правило, связан с проведением стабилизационных программ: в Мексике (1987 г.), Аргентине (1991 г.) и Бразилии (1994 г.) (см. Mussa, 2000, стр. 44). Жесткая фиксация валютного курса, неизбежная в контексте таких про-

грамм, явилась одной из основных причин существенного укрепления национальных валют, особенно в Мексике и Аргентине, и привела к наступлению трех внешнеэкономических кризисов: в Мексике (1994 г.), Бразилии (1999 г.) и Аргентине (2001 г.) (Frenkel, 2002 и Frenkel и др., 1996).

Чили также столкнулась с аналогичными проблемами при реализации программы стабилизации в конце 1970-х гг. После этого произошло масштабное укрепление чилийского песо, которое в совокупности с другими факторами привело к кризису в начале 1980-х гг. В каждом из перечисленных выше примеров присутствуют элементы политики «экономического популизма», за исключением того факта, что Мексика и Чили все же держали под контролем свою фискальную политику. Во всех случаях на начальном этапе повышались темпы экономического роста и уровень оплаты труда, росли объемы потребления и импорта. Вместе с тем происходило постепенное увеличение внешнего долга до тех пор, пока наступление кризиса платежного баланса не приводило к значительной девальвации национальной валюты. Calvo и Vegh (1994) в своей работе описывают семь случаев реализации стабилизационных программ в Латинской Америке в период с 1970-го по 1993 г., в рамках которых осуществлялась привязка валютного курса и укреплялись национальные валюты. Укрепление валютного курса происходило при самых разных валютных режимах как при политике фиксированного валютного курса (*tablitas*) в конце 1970-х гг., так и при введении валютного правления в Аргентине в начале 1990-х гг.

| Эпизод | Период времени, год (квартал) | Темпы роста национальной валюты в реальном выражении, % |
|------------------------------------|-------------------------------|---|
| Фиксация курса (Аргентина) | 1979(1) — 1980(4) | 46,3 |
| Фиксация курса (Чили) | 1978(1) — 1982(1) | 28,8 |
| Фиксация курса (Уругвай) | 1978(4) — 1982(3) | 48,2 |
| План «Аустрал» (Аргентина) | 1985(3) — 1986(3) | 4,6 |
| План «Крузадо» (Бразилия) | 1986(2) — 1986(4) | 9,3 |
| Фиксация курса (Мексика) | 1988(1) — 1992(4) | 36,6 |
| Режим конвертируемости (Аргентина) | 1991(2) — 1992(4) | 20,2 |

Можно сказать, что все финансовые кризисы 1990-х гг. в Латинской Америке были связаны с проблемой завышенного курса

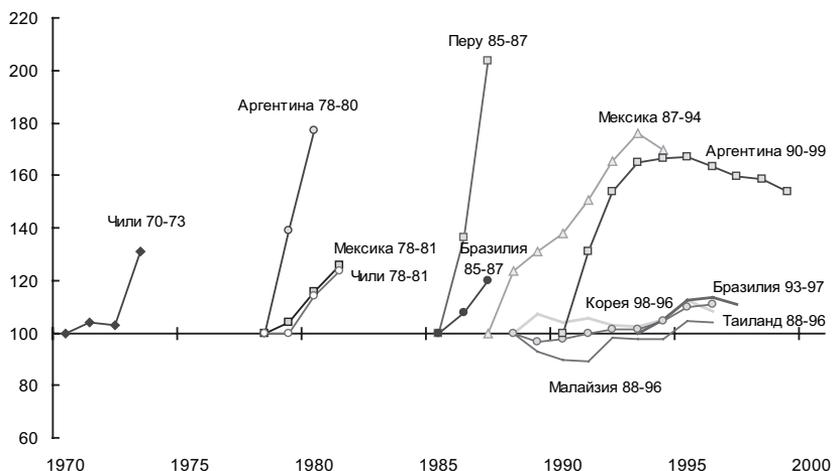
национальных валют. Так, Palma (2003) рассматривает три варианта наступления кризиса в развивающихся странах. При первом варианте происходили существенный рост частного кредита, возникновение «пузырей» на рынках финансовых активов, резкий скачок импорта и укрепление национальной валюты (в Чили — с 1975-го по 1982 г., Мексике — с 1987-го по 1994 г. и Аргентине — с 1990-го по 2000 г.). При втором варианте, который был реализован в Бразилии, действия правительства были направлены на то, чтобы не допустить ошибок, характерных для первого варианта, но в конечном итоге они также привели страну к кризису. Стерилизация притока капитала, вызванного высокими процентными ставками, привела к тому, что динамика государственного долга вышла из-под контроля. При третьем варианте, который наблюдался в Корее в период с 1988-го по 1996 г., падение цен на электронные изделия на международных рынках и конкуренция с выходящим на этот рынок Китаем резко сократили прибыль корейских компаний. В поисках новых источников финансирования они начали наращивать краткосрочный внешний долг, что, в свою очередь, привело страну к кризису.

Ситуация в экономике Малайзии и Таиланда в период с 1988-го по 1996 г. представляла собой комбинацию первого и третьего вариантов. Эти страны испытали на себе падение прибыли компаний из-за изменений на международном рынке электроники, а также прошли через бум на рынке финансовых активов, но в этих странах не наблюдалось роста потребительского спроса и значительного укрепления национальных валют. В то же самое время для Бразилии был характерен первый вариант с укреплением реала и ростом импорта и потребления. В целом во всех рассмотренных странах значительный дефицит счета текущих операций в совокупности с внезапными остановками в притоке иностранного капитала приводил экономику к кризису. Если в Азии дефицит счета текущих операций был связан с привлечением иностранного капитала для финансирования инвестиций, то в Латинской Америке дефицит был обусловлен необходимостью финансировать рост потребительского спроса на фоне значительного укрепления национальных валют. За исключением Бразилии, где определяющую роль в накоплении внешней задолженности сыграло государство, во всех остальных случаях наступление кризиса бы-

ло связано с ростом задолженности домохозяйств, банков и нефинансовых компаний.

Easterly (2001) в своей работе произвел расчет индексов реального валютного курса относительно доллара США для развитых и развивающихся стран за период с 1960-го по 1999 г. (результаты можно найти в базе данных Всемирного банка — Global Development Network Growth Indicators). Представленный ниже график показывает динамику реального валютного курса по оценкам Easterly (2001) для стран Латинской Америки в различные периоды: период «экономического популизма», описанный Sachs (1991), период финансовой либерализации, рассмотренный в работе Palma (2003), а также остальные периоды, представленные в работе Dornbusch и др. (1995). Сравнение динамики валютных курсов в Восточной и Юго-Восточной Азии с динамикой валютных курсов в Латинской Америке в 1990-х гг. показывает, что в странах Латинской Америки темпы укрепления национальной валюты были существенно выше. В Корее, Таиланде и Малайзии также происходил рост валютного курса, однако в значительно меньших масштабах, чем в странах Латинской Америки (Аргентине и Мексике).

Рисунок 1. Уровни реального обменного курса в Азии и Латинской Америке



Goldfajn и Valdes (1996) рассмотрели несколько эпизодов укрепления национальной валюты в развитых и развивающихся странах за период с 1960-го по 1994 г. В качестве критерия для определения периода укрепления использовался показатель отклонения валютного курса от равновесного уровня, соответствующего паритету покупательной способности. Авторы исследования пришли к достаточно интересным выводам. Период укрепления обычно длится дольше, чем следующая за ним девальвация. При этом режимы фиксированного валютного курса относительно чаще приводят к укреплению национальной валюты. Авторы делают вывод, что в большинстве случаев корректировка завышенного валютного курса происходила в результате номинальной девальвации, которая негативно отражалась на занятости и доходах населения. Когда реальный валютный курс отклонялся более чем на 25% от своего равновесного уровня, как правило, происходила его коррекция в результате девальвации. При этом не было отмечено ни одного случая, когда корректировка валютных курсов, отклонившихся от равновесного значения более чем на 35%, происходила бы за счет изменения в ценах и заработной плате.

На основе данных, собранных Easterly (2001), можно провести анализ периодов укрепления национальных валют относительно доллара США в странах Латинской Америки и Азии с 1970-го по 1999 г. Такой анализ позволяет выявить особенности валютной политики в указанных регионах. Периоды укрепления определяются в зависимости от масштабов роста валютного курса и количества лет, за которые оценивается рост валютного курса. Мы имеем выборку из 10 стран в каждом регионе (Латинской Америки и Азии). Вначале рассмотрим те случаи, когда в течение трехлетнего периода происходило укрепление валюты на 30% по сравнению с базовым годом. Мы обнаруживаем 9 таких случаев в Латинской Америке и только 2 в странах Азии. Если увеличить продолжительность оцениваемого периода с 3 до 4 лет, а пороговое значение роста курса оставить неизменным, то мы обнаружим 24 случая укрепления валют в Латинской Америке и только 5 случаев в Азии. Если смягчить наши первоначальные условия, ограничив масштаб укрепления 15%, а продолжительность периода — тремя годами, показатели Латинской Америки все равно будут выше, чем в Азии (59 и 25 случаев соответственно).

Экспортно-ориентированный рост в Восточной и Юго-Восточной Азии

Среднегодовые темпы роста наиболее динамично развивающихся стран Азии (Японии, Кореи, Тайваня, Сингапура, Гонконга, Индонезии, Малайзии и Таиланда) в период с 1965-го по 1990 г. составляли примерно 5,5% на душу населения. В 1990-х гг., несмотря на азиатский финансовый кризис, средние темпы роста в странах региона были в целом выше, чем в странах Латинской Америки. Совсем недавно Китай и Индия по примеру своих соседей также вошли в число активно развивающихся экономик. Причины экономического чуда в Азии до сих пор остаются темой споров между специалистами. Одним из основных вопросов является оценка роли государства в экономическом развитии этих стран. Всемирный банк отмечает, что экономические реформы оказали положительное влияние на развитие рыночных отношений. В то же время представители банка указывают на наличие проблемы «кланового капитализма» («crony capitalism») как одной из главных причин недавних финансовых кризисов в Азии. Критики такой позиции, а именно Amsden (1989), Wade (1990), Rodrik (1994) и Chang (2003), связывают успех азиатских экономик с политикой государства, ориентированной на развитие, и рассматривают проведение финансовой либерализации в качестве основной причины кризиса.

Следует отметить, что сторонники различных точек зрения единодушно признают роль конкурентоспособных валютных курсов как одного из факторов стабильных и высоких темпов экономического роста стран Азии. В частности, Rodrik (1994) критикует так называемый «экспортный фетишизм», присутствующий в докладе Всемирного банка (1993), который посвящен анализу восточноазиатского чуда, но при этом признает важность поддержания конкурентоспособного валютного курса для развития этих стран (Rodrik, 1994, стр. 37). Согласно Williamson (1999), страны Восточной Азии проводили более успешную валютную политику, чем страны Латинской Америки и Африки: «Они не изводили экономику своих стран необдуманными попытками использовать валютный курс в качестве номинального якоря. Они не позволяли своей валюте становиться переоценен-

ной, что обычно происходит, когда страны опасаются корректировать номинальный валютный курс при значительной разнице инфляции внутри страны и за рубежом или совсем отказываются регулировать валютный курс, и не создавали, таким образом, дополнительных ограничений для своего экспорта» (Williamson, 1999, стр. 331).

Значительную часть получившего широкую известность доклада 1993 г.⁶⁹ Всемирный банк посвятил анализу роли валютной политики в экономическом развитии стран Восточной Азии. Считается, что заниженный валютный курс имел весьма существенное значение для развития промышленного сектора в регионе, что позволило азиатским странам добиться успеха в области накопления капитала и развития технологических инноваций. Валютный курс являлся одной из составляющих так называемой модели экспортно ориентированного роста азиатских стран. «Правительства динамично развивающихся стран Азии проводили валютную политику, чтобы компенсировать отрицательное воздействие либерализации внешней торговли на национальных производителей импортозамещающих товаров. Некоторые из них также сознательно использовали заниженные валютные курсы для содействия экспортерам. В этих случаях валютная политика и подчиненная ей бюджетная и денежно-кредитная политики являлись частью единой стратегии экспортно ориентированного роста. Наиболее яркие примеры реализации этой стратегии можно встретить в Тайване и Китае. Корея и Индонезия также сознательно занижали стоимость своей валюты для расширения экспорта» (World Bank, 1993, стр. 125).

В докладе Всемирного банка были проанализированы три эпизода государственного вмешательства в процессы курсообразования, предпринятые для того, чтобы обеспечить конкурентоспособность национальной экономики на мировом рынке. Значительный профицит счета текущих операций Тайваня в период с 1984-го по 1987 г. (в среднем около 16% ВВП при максимальном значении данного показателя, равном 20% ВВП в 1986 г.) был в определенной степени связан с политикой правительства Тайва-

⁶⁹В данном случае речь идет о докладе Всемирного банка «Восточноазиатское чудо: экономический рост и государственная политика» (прим. ред.).

ня по поддержанию валютного курса на низком уровне. В противном случае рост курса привел бы к сокращению профицита и затруднил реализацию экспортно ориентированной стратегии роста. Корея в середине 1980-х гг. также проводила активные валютные интервенции, направленные на недопущение роста курса национальной валюты (воны), накапливая валютные резервы и поддерживая курс на конкурентоспособном уровне. В Индонезии девальвация национальной валюты (рупии) являлась очевидной превентивной мерой со стороны государства, которая была предпринята в период относительно благоприятного состояния платежного баланса. В результате ухудшение платежного баланса в 1982 г. оказало существенно меньшее воздействие на индонезийскую экономику (World Bank, 1993, стр.127). В целом, анализируя опыт динамично развивавшихся стран Азии, который разительно отличался от экономической политики в Латинской Америке, Всемирный банк в своем докладе отмечает ориентацию азиатских стран на внешние рынки, которая проявилась начиная с 1970-х гг. Такая стратегия способствовала повышению производительности и конкурентоспособности стран региона (World Bank, 1993, стр. 22).

Индонезия является одним из показательных примеров успешного решения проблемы «голландской болезни». Несмотря на наличие больших запасов нефти, эта страна оказалась способна развивать конкурентоспособные сектора обрабатывающей промышленности. Очень эффективным инструментом стимулирования развития несырьевого сектора экономики, способного поставлять продукцию на экспорт, оказалась девальвации реального валютного курса в 1978-м, 1983-м и 1986 гг. (Hill, 2000, стр. 16). По формальным признакам экономический рост в Индонезии не был экспортно-ориентированным (величина экспорта оставалась практически неизменной на уровне около 30% ВВП), однако развитие новых секторов обрабатывающей промышленности в целом являлось очень важным фактором роста. Сравнивая в своей работе влияние нефтяных шоков в странах — экспортерах нефти, Gelb (1988) отмечает, что валютная политика Индонезии в значительной степени предопределила экономические успехи этой страны в 1980-х гг. Противоположными примерами стран, в которых нефтяной шок привел к укреплению национальных валют, являлись

Нигерия, Алжир, Тринидад и Эквадор. Рост валютного курса в этих странах привел к ухудшению положения обрабатывающей промышленности и в конечном счете стал одной из главных причин застоя в технологическом развитии.

Другие исследователи также отмечают важную роль, которую сыграла валютная политика в обеспечении конкурентоспособности стран Азии. Так, Dornbusch и Park (1999) приводят в пример азиатские страны, которые в 1980-х и 1990-х гг. осуществляли таргетирование валютного курса с целью развития экспорта. Например, в Сингапуре монетарные власти кроме контроля над инфляцией «внимательно отслеживают воздействие валютного курса на конкурентоспособность экспорта. При таком типе денежно-кредитной политики решения, касающиеся изменения процентных ставок, ставятся в зависимость от проводимой валютной политики» (Dornbusch и Park, 1999, стр. 27). В Малайзии «Центральный банк регулирует курс национальной валютой (ринггита) для того, чтобы обеспечить конкурентоспособность экспорта и поддержать стабильность в денежно-кредитной сфере. Для целей своей валютной политики Центральный банк имеет право вводить временные ограничения на операции с иностранной валютой от имени правительства Малайзии» (Dornbusch и Park, 1999, стр. 28). В Корее «Центральный банк проводит активные валютные интервенции. Считается, что основная цель этих интервенций — стабилизировать реальный эффективный курс воны, чтобы поддержать конкурентоспособность экспорта. Эффективность интервенций центрального банка достигается благодаря малому размеру внутреннего валютного рынка, средний дневной оборот которого в 1995 г. составлял всего 2 млрд долл. США» (Dornbusch и Park, 1999, стр. 32).

Rhee и Song (1999, стр. 80) также отмечают активный характер валютной политики, проводимой за последние 20 лет в Корее. В середине 1980-х гг. страна столкнулась с укреплением национальной валюты в результате экономических успехов, достигнутых экспортным сектором страны. Валютные интервенции центрального банка при этом были направлены на предотвращение укрепления воны и поддержку экспорта (Rhee и Song, 1999, стр. 80). В начале 1990-х гг. монетарные власти делали все возможное, чтобы не допустить укрепления национальной валюты в условиях зна-

чительного притока иностранного капитала в страну. С этой целью центральный банк осуществлял активные интервенции на валютном рынке. В 1993 г. средний объем покупок иностранной валюты монетарными властями составлял около 1,8 млрд долл. (Rhee и Song, 1999, стр. 80). Barrell и др. (1999) также указывают на то, что Корея, Тайвань и Таиланд использовали валютную политику для обеспечения конкурентоспособного валютного курса (Barrell и др., 1999, стр. 271).

В настоящее время наиболее ярким примером регулирования валютного курса в Азии является Китай. Всемирный банк в своем докладе 1993 г. отмечает, что Китай начал использовать заниженный валютный курс для развития экономики еще в конце 1970-х гг. «Политика Китая по развитию экспорта включала установление валютного курса на заниженном уровне, а также такие традиционные для Азии меры стимулирования, как предоставление налоговых льгот, привилегий при совершении валютных операций и разрешений на беспошлинный ввоз товаров» (World Bank, 1993, стр. 59). Благодаря государственной стратегии, поддерживающей заниженный валютный курс и повторяющей опыт валютной политики Кореи и Японии, Китаю удалось добиться быстрых и устойчивых темпов накопления капитала. Низкий валютный курс способствует росту экспорта, ограничивает потребительские расходы и таким образом стимулирует накопление капитала в промышленном секторе. Введение плавающего валютного курса в сочетании с притоком иностранных инвестиций способствовало бы выравниванию сальдо счета текущих операций благодаря укреплению национальной валюты. Рост юаня стимулировал бы рост потребительских расходов и приводил бы к ограничению инвестиций в промышленный сектор в результате изменения относительных цен в экономике. Таким образом, валютные интервенции являются важным элементом, обеспечивающим необходимые стимулы для экономического развития. В настоящий момент вопрос о необходимости перехода Китая к политике плавающего валютного курса является достаточно спорным.

Dooley и др. (2003) разделяют современную мировую экономику на три макрорегиона в зависимости от типа проводимой экономической политики. В центре мировой экономической системы находятся США, которые являются эмитентом мировой ре-

зервной валюты. Огромный дефицит счета текущих операций, свидетельствующий о превышении расходов над доходами, финансируется из сбережений так называемого региона «текущих операций» (current account region), в основном стран Восточной и Юго-Восточной Азии. Стратегия этих стран, прежде всего Китая, заключается в инвестировании сбережений в экономику США. В результате экономический рост в этих странах сопровождается оттоком капитала. Для региона «капитальных операций» (capital account region), в основном стран Европы и Латинской Америки, приоритетом является финансовая, а не торговая интеграция в мировую экономику. В этой связи поддержание профицита по счету текущих операций и торговому балансу не является целью экономического развития для этих стран.

Для стран региона «текущих операций» основной целью является поддержание профицита счета текущих операций. Для этого они стремятся сохранить низкий курс национальной валюты, проводя масштабные валютные интервенции. В некоторых случаях, как, например, в Индии, Китае и Малайзии, ради достижения целей валютной политики могут использоваться различные ограничения на движение капитала. Необходимость ограничений связана с проблемами, которые появляются у монетарных властей, если возникает спекулятивное давление на курс национальной валюты и чрезмерно увеличивается денежная масса в результате масштабного притока иностранного капитала. В наиболее жесткой форме валютного контроля государство ограничивает доступ национальных инвесторов к иностранному капиталу, накапливает валютные резервы и инвестирует их в американские активы, особенно в государственные облигации. В странах региона «капитальных операций» профицит счета текущих операций приводит к укреплению национальной валюты, что в конечном итоге сдерживает расширение экспорта. Приоритетом для этих стран является финансовая открытость, в связи с этим они, как правило, не устанавливают ограничения на движения капитала и не осуществляют регулирование валютного курса.

Современная международная финансовая система отчасти повторяет Бреттон-Вудскую систему, которая сложилась после Второй мировой войны. Центром Бреттон-Вудской системы была экономика США, а Европа и Япония являлись ее периферией. В

целом данная система была ориентирована на восстановление экономики государств, разрушенных во время войны. За счет стратегии экспортно-ориентированного роста эти страны получали возможность увеличить свои капитальные вложения. Системы фиксированных валютных курсов и контроль над движением капитала являлись важными элементами мировой валютной системы, при этом ограничения на движение капитала были обязательными для стран. Однако по мере экономического развития сформировалось достаточно сильное лобби, выступающее за финансовую либерализацию. Развитие промышленности привело к усилению финансового сектора, который в конце концов и сокрушил Бреттон-Вудскую систему. Согласно Dooley и др. (2003), в результате того, что страны Азии появились на периферии мировой экономической системы, мы в настоящее время наблюдаем ситуацию, которая напоминает события 1950-х — 1970-х гг. Так же как и тогда, на повестке дня стоит вопрос о том, как долго США смогут поддерживать дефицит счета текущих операций. Согласно наиболее распространенной точке зрения, представленной в так называемом «Вашингтонском консенсусе», существует вероятность резкой корректировки счета текущих операций, которая повлечет за собой тяжелые последствия для экономики США и мировой экономики в целом. В то же самое время авторы идеи «новой Бреттон-Вудской системы» утверждают, что в современных условиях эта корректировка может происходить постепенно на протяжении довольно длительного периода.

Современная валютная система наподобие Бреттон-Вудса является обязательным элементом экономического развития стран Восточной и Юго-Восточной Азии, которые испытывают постоянную потребность в новых рабочих местах для своего растущего населения. Китай в настоящее время потенциально способен увеличить количество занятых в своей экономике как минимум на 200 миллионов человек. Кроме того, стратегия развития региона «текущих операций» отвечает интересам США по финансированию собственного экономического роста. В этом случае укрепление доллара является одним из основных условий, при котором экономика США может продолжать финансировать рост потребительских расходов за счет сбережений стран Азиатского региона. Центральные банки стран Азии, осуществляя свою валютную

политику, могут либо накапливать валютные резервы при плавающем валютном курсе, либо устанавливать ограничения на движение капитала, подобно тому, как это делает Китай.

Тенденции динамики реальных валютных курсов в Азии и Латинской Америке

Dollar (1992) в своей работе произвел расчет специального валютного индекса, который он называет также индексом «внешней ориентации» (index of outward orientation), для 95 развивающихся стран в период с 1976-го по 1985 г. Расчет индекса представлял собой сравнение уровней цен в этих странах и в США, произведенное на основе статистических данных, собранных Summers и Heston (1985). При проведении расчетов автор корректировал значение индекса с учетом показателей дохода на душу населения, для того чтобы исключить эффект Харрода-Балассы-Самуэльсона, согласно которому рост доходов на душу населения сопровождается увеличением реального валютного курса. Чем выше значение индекса «внешней ориентации», тем больше степень укрепления национальной валюты развивающейся страны относительно доллара США и тем выше уровень протекционизма (т. е. таможенных тарифов) в этой стране. Rodrik (1994) критикует работу Dollar (1992), утверждая, что предложенный индекс является не самым лучшим способом, позволяющим измерить уровень протекционизма, и предназначен прежде всего для оценки уровней валютного курса. Результаты, полученные Dollar (1992), указывают на то, что занижение валютных курсов в большей степени было характерно для развивающихся стран Восточной и Юго-Восточной Азии, чем для стран Африки и Латинской Америки (Dollar, 1992, стр. 539; анализ укрепления национальных валют в странах Африканского региона представлен также в работе Ghura и Greenes, 1993).

Benaroya и Janci (1999) сравнили реальные валютные курсы для 61 страны за период с 1993-го по 1998 г., проведя анализ отклонений валютного курса от паритета покупательной способности. Результаты работы этих авторов совпадают с выводами Dollar (1992): по их оценкам, азиатские валюты находились в среднем на более низком уровне, чем валюты остальных стран в выборке. Валютные курсы большинства стран Азии являются заниженными,

хотя и не в такой степени, как утверждают предыдущие работы, такие, как Lafaу (1996). Наиболее существенное занижение курса национальной валюты было характерно для Тайваня, Таиланда, Гонконга и Малайзии. Исключение составляют Филиппины и Корея. Данные результаты в целом соответствуют результатам, полученным Barrell и др. (1998).

По оценкам, представленным в работе (Benagoуа и Janci, 1999, стр. 237), курсы национальных валют стран Азии являлись заниженными относительно доллара США в среднем на 20%.

Li Lian Ong (1997) использовала индекс «Биг Мака»⁷⁰ для сравнения уровней валютных курсов 34 стран. По ее оценкам, курсы валют стран Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (ASEAN) были по большей части занижены относительно доллара США. Малайзийский ринггит, сингапурский доллар и тайский бат в апреле 1997 г. были недооценены примерно на 45, 15 и 30% соответственно. Курс индонезийской рупии был занижен на 24%, а филиппинского песо — на 39% (Ong, 1998, стр. 89). Результаты этих расчетов опровергают распространенное мнение о том, что азиатские валюты являлись переоцененными в преддверии кризиса 1997 г. В частности, автор указывает, что завышение оценок валютного курса по индексу «Биг Мака» было отчасти связано с тем, что в первом полугодии 1997 г. McDonald's довольно неожиданно объявил о понижении цен на этот продукт в своих ресторанах. Кроме стандартного анализа валютных курсов на основе индекса «Биг Мака» автор также использовал индекс, скорректированный с учетом уровня производительности в изучаемых странах (в соответствии с гипотезой Харрода-Балассы-Самуэльсона). Автор корректировал динамику валютных курсов на темпы роста производительности в соответствующих странах, измеренной на основе показателя доходов на душу населения. Результаты этих расчетов также указывают на занижение курсов валют стран Восточной Азии, особенно стран ASEAN. Ong (1997) в своей работе отмечает, что в среднем в период с 1986-го по 1994 г. малайзийский

⁷⁰Индекс «Биг Мака» основывается на паритете покупательской способности, рассчитанной с помощью одинакового во всех странах продукта. Согласно методике индекса, если выраженная в долларах США стоимость корзины товаров и услуг (в данном случае «Биг Мака») внутри страны оказывается ниже, чем в США, то курс национальной валюты считается завышенным, в противном случае он является заниженным (**прим. ред.**).

ринггит, сингапурский доллар и тайский бат являлись недооцененными относительно американской валюты на 53, 26 и 19% соответственно.

Rajapatirana и Athukorala (2003) проанализировали влияние притока на уровень реальных валютных курсов 8 стран Азии и Латинской Америки в период с 1985-го по 2000 г. Результаты проведенных ими расчетов показали, что укрепление азиатских валют, особенно в Китае и Индии, по сравнению с их торговыми партнерами было гораздо меньшим, чем укрепление валют в Латинской Америке. Для стран Латинской Америки рост валютного курса варьировался в интервале 14,7 — 43,5%. В то время как для стран Азии масштаб укрепления валют составлял от 2,3 до 11,2% (Rajapatirana и Athukorala, 2003, стр. 625). По расчетам авторов, увеличение притока капитала (без учета прямых иностранных инвестиций (ПИИ)) на один процентный пункт приводило к росту курса латиноамериканских валют на 1,7 процентных пункта по сравнению с 0,56 процентных пункта в странах Азии. Особого внимания заслуживает вывод авторов о наличии отрицательной корреляции между объемом ПИИ и укреплением национальной валюты. Более высокие показатели ПИИ были характерны для стран с более низким уровнем валютного курса. Авторы связывают этот факт с тем, что ПИИ в основном направляются в промышленный сектор экономики, для развития которого необходимо поддержание конкурентоспособного валютного курса.

Sachs и др. (1996) проанализировали причины, которые привели к Мексиканскому кризису 1995 г., и его воздействия на экономику развивающихся стран. Авторы выделили три наиболее существенных фактора наступления кризиса в рассмотренных ими странах: переоценка реального валютного курса, низкий уровень валютных резервов и слабость финансового сектора. Там, где присутствовали все три перечисленных фактора (прежде всего в Аргентине и на Филиппинах), негативные последствия Мексиканского кризиса были более существенными. Проведя сравнение уровня национальных валют в рассмотренных странах относительно корзины валют стран — основных торговых партнеров в 1990—1994 гг. и 1986—1989 гг., авторы также отметили, что для стран Латинской Америки были характерны более завышенные курсы валют, чем для стран Азии. Данная закономерность была

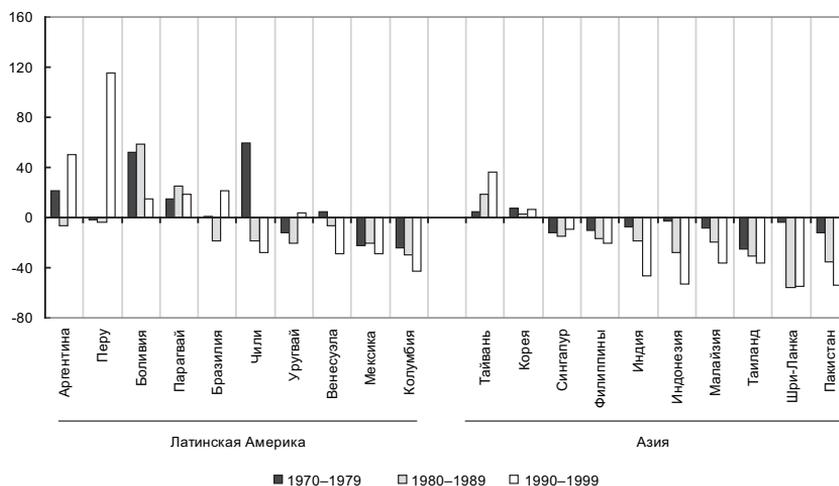
справедлива для всех рассмотренных стран, за исключением Чили и Колумбии (в Латинской Америке) и Филиппин (в Азии). «Как показали результаты расчетов, в странах Латинской Америки произошло более масштабное укрепление национальных валют по сравнению со странами Восточной Азии» (Sachs и др., 1996, стр. 4). Анализируя долговой кризис начала 1980-х гг., Sachs (1986, стр. 541) также отмечает более высокие темпы роста курсов национальных валют стран Латинской Америки (за исключением Бразилии и Перу) по сравнению со странами Восточной и Юго-Восточной Азии.

В работе Easterly (2001), которая уже упоминалась в нашем обзоре, представлены результаты расчета индексов реального валютного курса относительно доллара США для развитых и развивающихся стран за период с 1960-го по 1999 г. Индекс валютного курса для каждой страны рассчитывался по традиционной методике, при которой уровень цен внутри стран делится на уровень цен в США, пересчитанный в единицах национальной валюты. Затем для более корректного проведения межстрановых сравнений автор скорректировал полученные значения таким образом, чтобы средняя величина индекса за период с 1967-го по 1985 г. соответствовала результатам расчетов Dollar (1992) (Easterly 2001, стр. 9). На следующем этапе исследования данные были скорректированы таким образом, чтобы можно было сделать примерное сравнение паритетов покупательной способности между странами, основываясь на работе Dollar (1992). Значение 100 для индексов, рассчитанных Easterly, соответствует равновесному значению паритета покупательной способности, скорректированному на уровень дохода на душу населения в стране в период с 1976-го по 1985 г. Значение реального валютного курса выше 100 указывает на то, что курс национальной валюты является завышенным.

Сравнение данных, полученных для 10 стран Латинской Америки и Азии, а также наших собственных расчетов для Бразилии за период с 1970-го по 1985 г. позволяет проанализировать тенденции в динамике валютных курсов. Среднее значение индекса валютного курса для 10 стран Латинской Америки за рассматриваемый период составляет 104,5. Это указывает на то, что по паритету покупательной способности валютные курсы в регионе были завышены на 4,5% по отношению к американскому доллару. Для

стран Азии среднее значение реального валютного курса составляет 82,7, что указывает на занижение валютного курса в данном регионе на 17,3% относительно паритета покупательной способности. Ниже представлен график, взятый из работы Easterly (2001), на котором показано, что в период с 1970-го по 1999 г. валюты стран Латинской Америки были в значительной степени завышены по сравнению с валютами стран Азии. В Аргентине, Перу, Бразилии, Уругвае и Мексике снижение курсов национальных валют в 1980-е гг. сменилось их ростом в 1990-е. В Боливии и Парагвае за укреплением валют в 1980-е гг. последовало ослабление в 1990-е. И, наконец, валютные курсы Чили, Венесуэлы и Колумбии демонстрировали устойчивую тенденцию к снижению на протяжении всего периода. Среди стран Азии Тайвань, Корея и Сингапур столкнулись с некоторым укреплением национальных валют в конце рассмотренного периода. Для всех остальных стран Азии (Индии, Таиланда, Малайзии, Филиппин, Индонезии, Шри-Ланки и Пакистана) была характерна устойчивая тенденция снижения курса национальных валют.

Рисунок 2. Сравнение средних значений индексов реального валютного курса в странах Азии и Латинской Америки



Необходимо отметить, что укрепление национальных валют в Латинской Америке происходило скорее в результате проведения популистской экономической политики и стабилизационных

программ и не было связано с увеличением внешнеторгового профицита. В то же самое время рост валютного курса на Тайване, в Корее и Сингапуре чаще всего связывали именно с реализацией успешной экспортной стратегии и устойчивым профицитом по счету текущих операций. В этом случае рост валютного курса мог рассматриваться как позитивный сигнал, отражающий рост производительности и улучшение положения экспортного сектора. К концу 1990-х гг. отношение дохода на душу населения Тайваня, Кореи и Сингапура к уровню США увеличилось до 60% по сравнению с 10% в конце 1960-х гг. В Сингапуре уровень среднедушевого дохода в 1999 г. составил 80% от уровня США. В 1995 г. профицит счета текущих операций Сингапура достиг своего максимального значения 14% ВВП и был почти полностью направлен на накопление валютных резервов, величина которых на тот момент составляла 67 млрд долл.

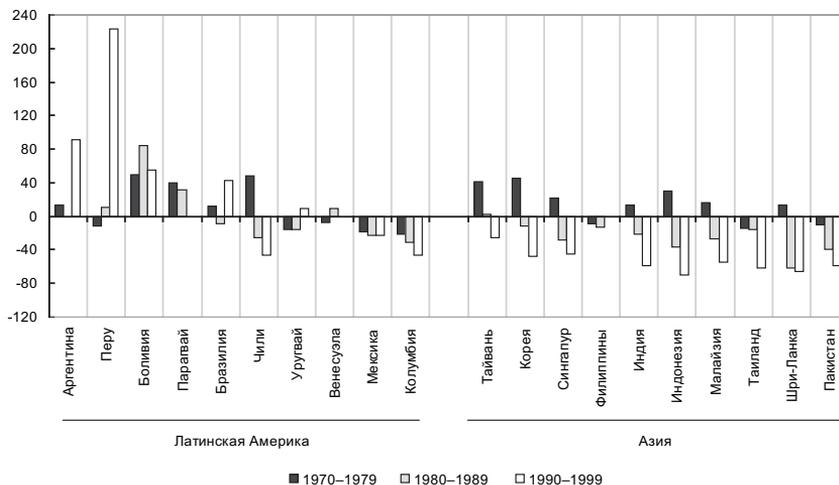
Easterly (2001) при проведении расчета индекса валютного курса не учитывал разницу в уровне доходов между странами. Одним из способов устранения данного недостатка является корректировка значений реального валютного курса на относительные показатели уровня доходов соответствующей страны в сравнении с уровнем США. В соответствии с эффектом Харрода-Балассы-Самуэльсона можно предположить, что относительный рост реальных доходов населения в стране должен сопровождаться укреплением ее национальной валюты. Если в этом случае индекс валютного курса, рассчитанный Easterly, не увеличивается, напрашивается вывод, что валютный курс этой страны является заниженным (т. е. он растет медленнее, чем показатели производительности). В соответствии с этой гипотезой мы можем рассчитать новый индекс валютного курса (аналогичные расчеты представлены в работах Dollar, 1992, Ong, 1997, и Venaroya, 1999).

$$RER^* = S_{t+s} [(GDP_i / GDP_{US})_{t+s} / (GDP_i / GDP_{US})_t].$$

Оценки, сделанные на основе нового индекса, демонстрируют еще более значительные различия между Латинской Америкой и Азией. Фактически значения рассчитанных индексов показывают степень отклонения валютного курса от уровня, соответствующего правилу Харрода-Балассы-Самуэльсона, согласно которому

более высокий уровень доходов на душу населения в стране должен быть связан с более высоким уровнем валютного курса.

Рисунок 3. Отклонение реальных обменных курсов от равновесного значения в странах Азии и Латинской Америки



За период с 1970-го по 1999 г. среднее значение индекса для стран Азии составляет 79,67, а для стран Латинской Америки — 113, 79. В Азиатском регионе во всех странах, за исключением Филиппин, отмечается тенденция к занижению курса национальной валюты в 1980-е и 1990-е гг. Для Латинской Америки значения скорректированного индекса практически не отличаются от результатов, полученных Easterly. В Перу и Уругвае отмечается устойчивая тенденция завышения курса национальной валюты. В Аргентине, Бразилии и Мексике национальные валюты являлись заниженными в 1980-е гг. и завышенными в 1990-е. И, наконец, в Парагвае, Колумбии и Чили была зафиксирована устойчивая тенденция к занижению курса национальной валюты на протяжении всего рассмотренного периода.

Закключение

Оценивая последствия долговых кризисов в Латинской Америке и Азии в начале 1980-х гг., Sachs (1986) делает вывод о том, что более высокая адаптация стран Азии к этим последствиям была в

основном связана с использованием в этих странах более эффективной валютной и внешнеторговой политики. За исключением Филиппин, ни одна из динамично развивавшихся стран региона не отказалась осуществлять выплаты по внешнему долгу, что кардинально отличается от ситуации, наблюдавшейся в Латинской Америке. По мнению Sachs, два региона имели три общие черты и одно важное различие, которое объясняет разную степень адаптации этих стран к последствиям финансового кризиса. Так, с точки зрения внешней задолженности страны Азии практически ничем не отличались от стран Латинской Америки. В Корее, например, размер внешнего долга в 1981 г. составлял 27,6% ВВП, для сравнения аналогичный показатель в Бразилии в том же году составлял 26,1%. Анализируя условия внешней торговли, автор отмечает, что некоторые страны Азии сталкивались с более тяжелыми внешнеэкономическими шоками, чем страны Латинской Америки. Что касается государственного вмешательства в экономику, в обоих регионах оно было достаточно существенным.

Принципиальная разница между двумя регионами заключалась в проводимой валютной и внешнеторговой политике. В то время как страны Латинской Америки сделали основной акцент на внутренне ориентированную стратегию индустриализации, которая привела к укреплению национальной валюты, страны Восточной Азии реализовывали стратегию экспортно ориентированного роста посредством разного рода субсидий и поддержания конкурентоспособного валютного курса. Успех стран Восточной и Юго-Восточной Азии, достигнутый в преодолении последствий долгового кризиса, был связан с развитием торгуемого сектора, который являлся источником поступления иностранной валюты, необходимой для погашения внешнего долга. По мнению Sachs (1986), данное различие между регионами можно подтвердить, сравнив показатели отношения экспорта к внешнему долгу в начале 1980-х гг. Для стран Азии (Индонезии, Кореи, Малайзии и Таиланда) среднее значение данного показателя составляло в 1981 г. 0,821, а для стран Латинской Америки (Аргентины, Бразилии, Чили, Мексики, Перу и Венесуэлы) отношение экспорта к внешнему долгу составляло 2,751.

В данной статье был представлен обзор динамики валютных курсов, который показывает, что в странах Латинской Америки

преобладала тенденция роста курса национальных валют, а в странах Азии национальные валюты в основном оставались недооцененными (особенно после 1970-х гг.). В то время как в странах Латинской Америки проводилась популистская экономическая политика и вводились программы стабилизации, страны Восточной и Юго-Восточной Азии реализовывали стратегию экспортно ориентированного роста, стараясь при этом не допустить чрезмерного роста курса национальной валюты. В то время как первые использовали валютную политику лишь для поддержания популистской политики и стабилизационных программ, вторые регулировали валютный курс, чтобы активизировать расширение экспорта в рамках стратегии экономического роста. Отдав приоритет сбалансированной бюджетной политике и развитию экспорта, а не стратегии импортозамещения страны Восточной Азии «ушли от важнейших противоречий, которые заставляли страдать многие страны Африки, Южной Азии и Латинской Америки. В частности, они избежали высоких темпов инфляции, чрезмерного роста валютного курса и кризисов платежного баланса» (Fishlow и Gwin, 1994, стр. 7). В этом смысле процесс экспортно ориентированной индустриализации Восточной и Юго-Восточной Азии оказался намного более эффективной стратегией, чем политика стран Латинской Америки по индустриализации, основанной на импортозамещении.

Как показывает обзор исследований, проведенный в данной статье, для стран Азии была характерна более высокая степень занижения курса своих национальных валют, чем для стран Латинской Америки, особенно если корректировать значения валютных курсов на величину дохода и производительности в странах. Как утверждает в начале статьи, поддержание конкурентоспособных валютных курсов, по всей видимости, являлось важным фактором экономических успехов стран Восточной и Юго-Восточной Азии, особенно на фоне провалов в экономическом развитии стран Африки и Латинской Америки за последние 20 лет. Конечно, в обоих регионах можно встретить исключения из данного правила. В Латинской Америке таким исключением является Чили, возможно из-за того, что в этой стране начиная с середины 1980-х гг. произошел переход к «азиатской модели» управления валютным курсом. В Азии исключение — это Филиппины, которые, по всей видимости, можно назвать самой латиноамериканской

страной региона. Оценивая эффективность политики регулирования валютного курса, также важно понимать, что у стран Латинской Америки в любом случае было бы гораздо больше трудностей при реализации такой политики, чем у стран Азии, в связи с традиционно высоким уровнем инфляции и инерцией экономического развития в Латинской Америке.

Список литературы

ACEMOGLU, D., SIMON J. and JAMES R., (2002) «Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crisis and Growth», Cambridge MA, MIT.

AMSDEN, A., H., (1989) *Asia's next Giant, South Korea and late industrialization*, Oxford University Press, Oxford.

BENAROYA, F., and JANCI, D., (1999) «Measuring exchange rates misalignments with purchasing power parity estimates», in *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

BRESSER-PEREIRA, L., C., and NAKANO, Y., (2003) «Crescimento com Poupança Externa?», *Revista de Economia Política*, 22(2) abril.

_____ (2004a) «Brazil's quasi-stagnation and the growth cum foreign savings strategy» paper to be published, in the *International Journal of Political Economy* (Ottawa University), volume especial editado por Alcino Câmara Neto and Matias Vernengo.

_____ (2004b) *Exchange rate, fix, float or manage it? Preface to Mathias Vernengo, ed. (2004) Financial Integration or Dollarization: No Panacea*. Cheltenham: Edward Elgar, to be published in 2004.

CALVO, G., and VEGH, C. (1994), «Inflation Stabilization and Nominal Anchors» in *Approaches to exchange rate policy*, FMI, Washington.

CARDOSO, E., (2003) «Uma perspectiva macroeconômica do crescimento Brasileiro: algumas comparações internacionais» in Paulo Roberto de Almeida and Rubens Barbosa, editores, *O Brasil e os Estados Unidos num Mundo em Mutação*. Washington DC.

CAVALLO, D., F., COTTANI, J., A., and KAHN, M., S., (1990). «Real exchange rate behavior and economic performance in LDCs» in *Economic Development and Cultural Change* 39, October: 61—76.

CHANG, H., (2002) «The triumph of the Rentiers? The 1997 Korean crisis in historical perspective», in *International Capital Markets, systems in transition*, John Eatwell and Lance Taylor (eds.), Oxford University Press, Oxford.

_____,(2003) «The East Asian development experience» in *Rethinking Development Economics*, Ha Joon Chang (ed.), Anthem Press.

DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1991) «Planos de estabilização no Cone Sul», in *Populismo Econômico: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina*, Bresser-Pereira (org.), ed. Nobel, São Paulo, originalmente publicado em 1981.

DOLLAR, D. (1992). «Outward-oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976—1985», in *Economic Development and Cultural Change* 40: 523—44.

DORNBUSCH, R., and PARK, Y., C., (1999) «Flexibility or nominal anchors?», in *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

_____, GOLDFAJN, I., and VALDES, R. (1995) «Currency crises and collapses», *Brookings Papers on Economic Activity* Washington: Iss.2, p. 219 (75 pp.)

EASTERLY, W., (2001) «The Lost Decades: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform 1980—1998», World Bank.

FAJNZYLBER, P., LOAYZA, N., and CALDERÓN, C., (2002), «Economic Growth in Latin America and the Caribbean», Washington DC, The World Bank.

FFRENCH-DAVIS, R., (2004) *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad, tres décadas de política econômica em Chile*, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires, Argentina.

FRENKEL, R., (2004) «Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico», Cedes, Buenos Aires, paper presented to the G24.

_____, (2003) «Argentina: macroeconomic performance and crisis», presented for the Macroeconomic Policy Task Force of the International Policy Dialogue (IPD), Columbia, New York.

_____, (2002) «Argentina, a decade of the convertibility regime» in *Revista de Economia Política*, vol.(22) n4(88), Outubro-Dezembro de 2002.

_____, Damill, M., and Fanelli, J. M., (1996) «De Mexico a Mexico: el desempeño de la America Latina en los 90», vol.(16) n4(64), Outubro-Dezembro de 2002.

FISHLOW, A., (2004) «O estado da Economia latino-americana» in Desenvolvimento no Brasil e na América Latina, uma perspectiva histórica, ed. Paz e Terra, São Paulo, publicação original [1985].

_____ and GWIN, C., (1994) «Lessons from the East Asian Experience: overview» in Miracle or Design? Lessons from the East Asian experience, Albert Fishlow, Catherine Gwin, Stephan Haggard, Dani Rodrik and Robert Wade (eds.).

GELB, A., H., (1988), Oil windfalls, blessing or curse? World Bank research publication.

GOLDFAJN, I., and VALDES, R.(1996) «The aftermath of appreciations», NBER working paper 5650, Cambridge, MA, July.

GHURA, D., and GRENNES, T., (1993) «The real exchange rate and macroeconomic performance in Sub-Saharan Africa», Journal of Development Economics 42, 155—174.

HAUSMANN, R., PRITCHETT, L., and RODRIK, D., (2004), «Growth Accelerations», John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Draft, April.

HILL, H., (2000), The Indonesian Economy, Cambridge University press, Second edition, Cambridge.

MONTIEL, P., (2003) «Domestic macroeconomic management in emerging economies: lessons from the crises of the nineties» in Macroeconomics in Emerging Markets, Cambridge University Press.

MUSSA, M., (2000), «Exchange Rate regimes in an Increasingly Integrated World», IMF.

ONG, L., L., (1997) «Burgernomics: the economics of the Big Mac standard» in Journal of International Money and Finances, vol.16, p. 865—78.

_____ (1998) «Burgernomics and the ASEAN currency crisis» in Journal of the Australian Society of Security Analysts» Autumn, p. 15—16.

PALMA, G. (2003) «The three routes to financial crises: Chile, Mexico and Argentina [1]; Brazil [2], and Korea, Malaysia and Thailand [3]» in Rethinking Development Economics, Ha-Joon Chang (org.), Anthem Press.

PATEL, U., R., (1997) «Some implications of real exchange rate targeting in India», Indian Council for Research on International Economic Relations, New Delhi, India.

POPOV, V., and POLTEROVICH, V., (2002) «Accumulation of foreign exchange reserves and long term growth», New Economic School, Moscow, Russia, unpublished paper.

RAJAPATIRANA, S., and ATHUKORALA, P., (2003) «Capital inflows and the real exchange rate: a comparative study of Asia and Latin America», *The World Economy*, Oxford, April.

RAZIN, O., and COLLINS, S. (1997) «Real Exchange Rate Misalignments and Growth», forthcoming in Assaf Razin and Efraim Sadka (eds.), *International Economic Integration: Public Economics Perspectives*, Cambridge University Press.

RHEE, Y., and SONG, C., (1999) «Exchange rate policy and effectiveness of intervention: the case of South Korea», in *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

RODRIK, D.,(2000) «Exchange Rate Regimes and Institutional Arrangements in the Shadow of Capital Flows», paper presented on a conference on Central Banking and Sustainable development, held in Kuala Lumpur, Malaysia, August, 28—30, in honor of Tun Ismail Mohamed Ali.

_____ (1994) «King Kong meets Godzilla: the World Bank and The East Asian Miracle» in *Miracle or Design? Lessons from the East Asian experience*, Albert Fishlow, Catherine Gwin, Stephan Haggard, Dani Rodrik and Robert Wade (eds.).

SACHS, J., (1985) «External debt and macroeconomic performance in Latin America and East Asia», *Brookings Papers on economic activity*.2, 523—573.

_____,(1991) «Conflito socialandpolíticas populistas na América Latina», in *Populismo Econômico: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina*, Bresser-Pereira (org.), ed. Nobel, São Paulo.

_____, TORNELL, A., and VELASCO, A., (1996) «Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995», *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington: Iss.1, p. 147—215 (69 pp.).

WADE, R., (1990) *Governing the market, economic theory and the role of government in East Asian industrialization*, Princeton University Press, Princeton.

WILLIAMSON, J., (1999) «The case for a common basket peg for East Asian currencies» in Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

_____ (2003) «Exchange rate policy and development», presented in Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics, New York.

WORLD BANK (1993) The East Asian Miracle, economic growth and public policy, Oxford University Press, NY.