

Экономика

Страны Восточной Азии: конкурентная девальвация и формирование золотовалютных резервов

© 2019

Я.В. Дёмина

Для Восточной Азии характерно многообразие режимов валютных курсов при частой их смене. После кризисов 1997–1998 гг. и 2008–2009 гг. государства региона стремились создать «подушку безопасности», пользуясь конкурентной девальвацией к доллару США. Результаты регрессионного анализа показывают, что несмотря на отсутствие институциональной оболочки для скоординированной валютной политики в регионе, на практике там сохраняется привязка номинальных курсов восточноазиатских валют к доллару США.

Ключевые слова: режимы валютного курса, политика конкурентной девальвации, золотовалютные резервы, Восточная Азия, АСЕАН, валютно-финансовые кризисы, «азиатские тигры».

DOI: 10.31857/S013128120006094-4

В экономической литературе широко распространена точка зрения, что конкурентная девальвация национальной валюты благоприятствует росту экспорта соответствующей страны. Воздействие валютной политики на объемы внешней торговли изучается при этом на примере отдельно взятых стран. Но если исследовать эффекты валютной политики шире, с охватом внешней торговли региона в целом (а не отдельных стран), то в числе плодов конкурентной девальвации обнаруживается нечто негативное — спад суммарных объемов экспорта и импорта. В странах Восточной Азии¹ из-за практикуемой в настоящее время конкурентной девальвации национальных валют к доллару США формируется разграничение на группы валют с противоположной динамикой — сильные и слабые.

Усиливающаяся при этом конкуренция внутри региона за рынки сбыта снижает товарооборот в его рамках, обостряет политические противоречия. Кроме того, поскольку единого валютного или финансового рынка в Восточной Азии не сложилось, все это негативно сказывается на платежных балансах стран региона. Для них в основном характерно положительное сальдо (как торговое, так и по счетам движения капитала), что оказывает давление на валютные курсы.

Дёмина Яна Валерьевна, кандидат экономических наук, научный сотрудник ФГБУН Институт экономических исследований Дальневосточного отделения Российской академии наук (Хабаровск).
E-mail: yandemi@yandex.ru.

Некоторые эксперты по Восточной Азии высказываются за привязку национальных валют стран Восточной Азии к какому-то «якорю» (обычно это корзина валют) и даже за введение общей валюты. Варианты содержимого таких корзин у разных авторов — разные. Многие считают, что согласованная политика в области установления валютных курсов способствовала бы укреплению стабильности в регионе, суля тем самым приток капитала извне.

Режимы и формы валютных курсов в странах Восточной Азии

Валютная политика, как часть макроэкономической политики государства, преследует такие цели, как поддержание равновесия платежного баланса, обеспечение стабильного экономического роста и устойчивости национальной валюты. На практике эти цели могут достигаться различными методами²:

- выбор режима валютного курса;
- введение валютных ограничений;
- проведение валютных интервенций;
- диверсификация валютных резервов.

Международный валютный фонд (МВФ) выделяет 10 форм *режимов валютных курсов*, объединенных в три большие группы (рис. 1). В современном мире большинство стран (136 из 189 членов МВФ) применяет гибридные режимы валютных курсов (т.е. все промежуточные формы между крайними случаями — свободным плаванием и жесткой фиксацией).

Фиксированные валютные режимы основаны на привязке денежных единиц к «якорным» валютам других стран либо к «корзинам», включающим несколько валют. Жесткая фиксация (hard peg) предполагает отсутствие национальной валюты или валютное управление. К мягкой фиксации (soft peg) МВФ относит ряд разновидностей: обычная привязка, стабилизационное соглашение, горизонтальный коридор, скользящая привязка и соглашение наподобие скользящей привязки.

К плавающим режимам относятся управляемое и свободное «плавание», прочие представляют собой остаточную категорию, куда входят страны с режимами валютных курсов, которые не соответствуют ни одной из вышеназванных форм либо отличаются частой сменой режимов валютного курса.

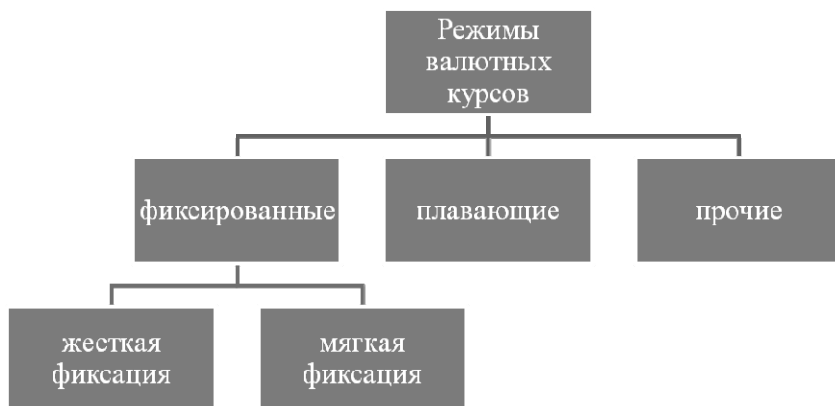


Рис. 1. Режимы и формы валютных курсов

Источник: составлено автором по: IMF. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. 2016.

Валютные ограничения в современном мире применяются в основном развивающимися странами и странами с формирующимся рынком. Но могут вводиться любы-

ми (включая развитые) странами на временной основе (в случаях угрозы возникновения кризиса, например).

Свободная конвертируемость валют предполагает отсутствие таких ограничений. Однако формально конвертируемыми могут считаться валюты стран, присоединившихся к статье VIII Устава МВФ, т.е. не имеющие ограничений по операциям текущего счета (расчеты по торговым, туристическим, транспортным и прочим операциям, выплата процентов и др. трансферты). При этом валютные ограничения по операциям с капиталом, таким, как прямые иностранные инвестиции, операции с недвижимостью, с инструментами денежного рынка и др., сохраняются.

Валютные интервенции проводятся с целью девальвации или ревальвации национальной валюты и в основном осуществляются в странах с фиксированными или гибридными режимами валютных курсов — для поддержания их стабильности. Впрочем, режим свободного плавления также не исключает данную возможность. МВФ относит к данному режиму валюты стран, центральные банки которых проводят интервенции не чаще трех раз по три дня в течение 6 месяцев.

Диверсификация валютных резервов означает изменение их структуры по набору или долям входящих в них иностранных валют. Подобные изменения могут учитывать волатильность основных резервных валют (доллар США, евро, японская иена, британский фунт стерлингов, швейцарский франк) или динамику географической структуры внешней торговли страны (в состав резервов могут быть включены валюты стран — основных торговых партнеров).

Методы, применяемые в одной стране, сказываются на ее торговых и инвестиционных партнерах и довольно часто препятствуют достижению их целей. Это связано с тем, что валютная политика оказывает прямое воздействие на платежные балансы и косвенное — на экономический рост. Взаимосвязь между динамикой валютного курса и состоянием платежного баланса описывается моделью Манделла—Флеминга³:

$$NE(e, y) = NKE(\Delta i, e, k) \quad (1)$$

где NE — чистый экспорт товаров, NKE — чистый экспорт капитала, e — номинальный валютный курс, y — ВВП, Δi — разница между процентными ставками в двух исследуемых странах, k — потоки капитала.

Указанная модель исследует случай малой открытой экономики в условиях совершенной мобильности капитала и ригидности цен (рассматривается краткосрочный период). При этом предполагается, что внутренняя процентная ставка совпадает с мировой, а эффективность монетарной политики зависит от режима валютного курса (рассматриваются только два крайних случая — жесткая фиксация и свободное плавание). Так, при фиксированном валютном курсе меры денежно-кредитной политики в части воздействия на реальный национальный доход абсолютно неэффективны, следовательно, необходимо применение мер фискальной и внешнеторговой политики.

При свободно плавающем валютном курсе ситуация обратная. Из модели Манделла—Флеминга следует, что невозможно одновременно достичь трех следующих целей: обеспечить свободное движение капитала, фиксированный валютный курс и автономность монетарной политики. Это так называемая несовместимая триада. Властным структурам любого государства приходится ограничиваться только двумя целями из трех.

В теории платежный баланс должен находиться в состоянии равновесия, т.е. его сальдо должно быть нулевым и чистый экспорт товаров должен уравниваться чистым экспортом капитала. Однако на практике такое состояние практически недостижимо, и в одних странах существует дефицит платежного баланса (отрицательное сальдо), в других — профицит (положительное сальдо).

Согласно теории валюте страны с дефицитом платежного баланса положено обесцениваться, а с профицитом — укрепляться⁴. Но это справедливо только в случаях свободно плавающего валютного курса. Страны с фиксированными и гибридными режи-

мами валюты редко руководствуются данным принципом при проведении девальвации или ревальвации, которые подчас чреваты «валютным войнам»⁵. Чаще всего это связано со стремлением поддержать конкурентоспособность экспортных товаров и услуг или стимулировать приток иностранного капитала и таким образом наращивать золотовалютные резервы (ЗВР). Их прирост представляет собой разницу между чистым экспортом товаров и чистым экспортом капитала. Резервы в свою очередь используются для проведения валютных интервенций, финансирования дефицита платежного баланса, заимствования на внешнем рынке.

В интеграционных объединениях с единой валютой таких событий, как «валютные войны», не возникает (хотя дисбалансы в торговых и инвестиционных потоках все-таки наблюдаются). Но на ранних стадиях интеграции координация курсовой политики стран-участниц обычно не проводится, что может усиливать разногласия между партнерами по блоку. Это особенно актуально для интеграционных группировок, где участники выступают конкурентами на экспортных рынках.

Что касается валютной интеграции, то значимых движений в данной сфере не предпринималось. Для стран Восточной Азии по-прежнему нет единогласия в выборе режимов валютного курса. По данным МВФ⁶, на конец 2016 г., в девяти (из 13) странах региона применялись в том или ином варианте фиксированные валютные курсы. Подразумеваются фактически практикуемые режимы валютных курсов. Отметим, что данные МВФ основаны на оценках его экспертами реально (*de facto*) существующих валютных механизмов которые зачастую расходятся с официально заявленными на местах режимами. Значит, классификация валютных режимов имеет условный характер. К тому же МВФ часто пересматривает свою классификацию. Все это затрудняет сопоставление данных за разные периоды времени.

МВФ, напомним, разделяет указанные валютные режимы на «жесткие» и «мягкие». Бруней относится к странам, практикующим жесткую привязку: в нем установлена система «валютного управления» (брунейский доллар привязан к сингапурскому).

Сингапур, Вьетнам и Лаос применяют стабилизационное соглашение (*stabilized arrangement*): поддерживают национальные валюты на установленном уровне не путем принятия какого-либо юридического акта, а по факту (с помощью систематически проводимых и целенаправленных рыночных интервенций).

В Индонезии, Республике Корея (РК), Таиланде и на Филиппинах валютные курсы являются регулируемо плавающими (*floating*), но без обязательства поддерживать какие-либо ранее установленные уровни, в Японии — свободно (независимо) плавающим (*free floating*).

Наконец, Китай, Камбоджа, Малайзия и Мьянма применяют прочие валютные режимы, т.е. управляемые властью режимы, не имеющие четкого единообразного определения. Надо иметь в виду, что для стран Восточной Азии характерна и частая смена режимов валютного курса: в 2000–2016 гг. лишь Бруней, Япония и РК их не меняли, тогда как Камбоджа, Вьетнам и Лаос практиковали различные формы мягкой привязки к доллару США.

Китай и Малайзия сменили жесткую привязку к доллару на мягкую. Сингапур сменил плавающий валютный курс на мягкую привязку к корзине валют (состав которой не раскрывается). Филиппины и Таиланд, наоборот, перешли от мягкой привязки к плавающему режиму, а Индонезия сначала сменила плавающий курс на мягкую привязку, затем вернулась к плавающему курсу.

В Мьянме функционировали два рынка валюты — официальный и параллельный. Последний складывается на валютном рынке и применяется для транзакций частных компаний. Официальный валютный курс был жестко привязан к СДР (в соотношении 8,5 ММК к 1) и использовался для расчетов компаниями, находящимися под контролем государства⁷. В апреле 2012 г. он был упразднен.

Азиатский валютно-финансовый кризис

В тот роковой 1997 год, на исходе мая, в ЮВА стряслось нечто типа цунами: реальные экономические интересы, международное право откатились на задний план; в азиатских странах обрушились фондовые биржи, процветающие компании банкротились одна за другой, сотни тысяч «серых» и «белых воротничков» превратились в нищих.

Началось это «цунами» с события, на взгляд непосвященных, пустячного: спекулятивная атака на тайскую национальную валюту спровоцировала обесценение валюты других азиатских стран и введение в большинстве из них (кроме Китая, Малайзии, а также Гонконга) плавающих курсов⁸.

Время и место этого кризиса — не игра случая. Они оказались сопряжены с событиями масштабными и неоднозначными: для Азии со знаком «плюс», для Запада — «минус»: 23 марта вступил в силу «Бангкокский договор о безъядерной зоне в ЮВА»; 1 июля ушла в «клоно Родины» (к статусу Особого административного района КНР) британская колония Гонконг; 23 июля в АСЕАН официально вступили Мьянма и Лаос (чуть позже — Камбоджа), т.е. все шло во благо региону.

И вот все это, казалось, пошло насмарку. Доселе неведомое тайское слово бат (bath) запестрело в речах президентов и премьер-министров, в газетных заголовках. В азиатском кризисе, как правило, обвинялись азиаты: мол, слишком много средств истратили на недвижимость, слишком зациклились на идеях развития. Впрочем, имели место и справедливые суждения.

«Мы как волки, взбирающие с гребня горы на стадо лосей», — изрек один из валютных спекулянтов, запустивших каскад девальваций, что повлекло падение фондового рынка. За 8 месяцев до того как Таиланд окончательно сдался и обесценил бат, «волки» вышли на охоту. Они расценивали тайскую экономику не как одного из «азиатских тигров», а как раненую добычу, не способную сопротивляться. «Отбраковывая слабых и немощных, мы помогаем поддерживать здоровье стада», — присовокупил спекулянт. Благодаря этому интервью Time смог воспроизвести историю, как международные спекулянты пожирали тайскую валюту и привели в движение затяжной финансовый кризис. Используя свои миллиардные резервы, операторы хедж-фондов (Дж. Сорос и другие) усилили атаку на бат, который 2 июля был девальвирован, вызвав цепную реакцию на всех валютных рынках региона. «Волки» хорошо поживились: прибыль, по некоторым расчетам, превысила 3 млрд долл.⁹

После азиатского кризиса привязка тамошних валют к доллару США была восстановлена. В 2008–2009 гг. она стала «мягче», хотя перехода на свободное плавание в пик этого кризиса, в отличие от ситуации 1997 г., не произошло.

Большинство стран региона обладали тогда относительно скромными ЗВР (табл. 1). Так, Таиланд для поддержания фиксированного курса своего бата потратил 28 млрд долл., тогда как его ЗВР на тот момент составляли 30 млрд¹⁰. Средств для его дальнейшего поддержания у монетарных властей не было, поэтому борьба за спасение бата прекратилась, его курс стал плавающим. Однако уже к концу 1998 г. ЗВР почти во всех странах Восточной Азии увеличились (табл. 1). Впоследствии их величина только нарастала. Так, совокупные золотовалютные резервы стран АСЕАН+3 составили к концу 2017 г. 5,8 трлн долл., увеличившись по сравнению с 1997 г. в 10,6 раза. Темпы роста ЗВР на протяжении всего исследуемого периода были положительными лишь у Камбоджи.

Наиболее высокими темпами прироста золотовалютных резервов в среднем за период 1997–2017 гг. отличались Вьетнам, Камбоджа и Мьянма — 21,4%, 20,8% и 19,8% соответственно; наименьшими — Малайзия и Сингапур (9,3% и 7,5% соответственно)¹¹. По абсолютной величине ЗВР в регионе лидируют Китай и Япония (3,2 и 1,3 трлн долл. соответственно). Наименьшие показатели характерны для Брунея и Лаоса — 3,5 и 1,3 млрд долл. (табл. 1).

Таблица 1

**Объем золотовалютных резервов стран Восточной Азии в 1997–2017 гг.
(млрд долл., по состоянию на конец года)**

Страна	1997	1998	2007	2008	2009	2015	2016	2017
Бруней	н.д.	н.д.	0,7	0,8	1,4	3,4	3,5	3,5
Камбоджа	0,3	0,4	2,1	2,6	3,3	7,3	8,9	11,8
Китай	146,4	152,8	1546,4	1966,0	2452,9	3405,3	3097,7	3235,7
Индонезия	17,5	23,6	56,9	51,6	66,1	105,9	116,4	130,2
Япония	226,7	222,4	973,3	1030,8	1051,7	1233,1	1216,5	1264,1
РК	20,5	52,1	262,5	201,5	270,4	366,7	370,2	388,8
Лаос	0,1	0,1	0,7	0,9	0,9	1,1	0,9	1,3
Малайзия	21,5	26,2	102,0	92,2	96,7	95,3	94,5	102,4
Мьянма	0,3	0,4	3,3	3,9	5,5	4,6	4,9	5,2
Филиппины	8,7	10,8	33,7	37,5	44,2	80,6	80,7	81,4
Сингапур	71,4	75,1	166,2	177,5	192,0	251,9	251,1	285,0
Таиланд	26,9	29,5	87,5	111,0	138,4	156,5	171,8	202,5
Вьетнам	2,0	2,0	23,5	23,9	16,4	28,3	36,5	49,1

Источник: составлено автором по: World Development Indicators Database. URL: <http://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/> (дата обращения: 02.12.2018).

Наращивание ЗВР странами Восточной Азии объясняется их опасениями после вышеописанного кризиса и стремлением создать «подушку безопасности». Прирост резервов происходил за счет стимулирования роста экспорта товаров и услуг путем проведения политики конкурентной девальвации к доллару США. Приток капитала наблюдался в различных формах. После преодоления последствий кризиса страны региона продолжили практику валютного демпинга, несмотря на то, что их платежные балансы были профицитными (особенно по отношению к США).

«Торговая война» США и Китая

Последующее применение политики конкурентной девальвации обострило конфликт между Китаем и США. Ситуация усугубилась с приходом к власти Дональда Трампа, который развернул полномасштабную «торговую войну» с КНР.

В 2017 г. торговый дефицит США с Китаем достиг 335,4 млрд долл.¹² В августе того же года Трамп инициировал расследование о краже интеллектуальной собственности США Китаем, которое было поручено торговому представителю США (фактически, министр торговли). Китай был обвинен в применении дискриминационных практик, наносящих ущерб внешней торговле США. Трамп распорядился подготовить список пошлин, которые будут повышены в соответствии с итогами расследования, а также инициировать разбирательство по выявленным фактам в рамках ВТО и обдумать меры по ограничению инвестиций КНР в стратегические отрасли американской экономики¹³. Получился список примерно из 1300 товаров (электроника, запчасти для самолетов, спутники, медицинские товары, оборудование и др.), пошлины на ввоз которых из Китая должны были возрасти на 25%. Общий объем импорта Соединёнными Штатами указанных товаров составлял около 50 млрд долл.¹⁴ Китай в ответ обложил дополнительными пошлинами примерно 120 видов товаров, импортируемых из США (мясо, фрукты, орехи, ягоды, алюминиевый лом и др.)¹⁵. К 6 июля 2018 г. общая сумма двусторонних пошлин составила 68 млрд долл.¹⁶ 10 мая 2019 г. США увеличили пошлины на продукцию из КНР до 200 млрд долл.

28 июня 2019 г. в рамках саммита G-20 было достигнуто «торговое перемирие»: новые пошлины Вашингтона на китайские товары были отложены. Стоит, впрочем, отметить, что срок моратория на агрессивные действия не был определен, поэтому ограничительные меры могут возобновиться в любой момент¹⁷.

Поскольку торговая война Трампа развертывается практически на нескольких фронтах, весьма неблагоприятным для него событием стало Межправительственное соглашение КНР и РФ о переходе на расчеты в национальных валютах, подписанное 5 июня 2019 г. первым вице-премьером, министром финансов России Антоном Силуановым и председателем Народного банка Китая И Ганом¹⁸.

О взаимозависимости импорта с обеспечением ЗВР

Величина золотовалютных резервов не дает представления об их достаточности, общепринятых критериев по ее измерению не существует. Впрочем, в мировой практике применяются следующие критерии определения нижней границы объема международных резервов страны: коэффициент покрытия импорта; коэффициент покрытия денежной базы; критерий Редди.

Таблица 2

Коэффициент покрытия импорта стран Восточной Азии в 1997–2017 гг. (в месяцах)

Страна	1997	1998	2007	2008	2009	2015	2016	2017
Бруней	н.д.	н.д.	2,3	2,0	4,1	7,6	9,2	н.д.
Камбоджа	2,7	3,5	4,4	4,8	6,2	5,8	6,6	н.д.
Китай	15,4	15,3	18,1	19,2	25,7	18,0	16,8	15,5
Индонезия	3,0	5,2	5,7	4,0	6,5	6,4	7,2	7,0
Япония	5,7	6,6	15,0	13,3	18,4	16,8	17,0	16,3
Республика Корея	1,4	5,1	6,9	4,5	7,8	7,9	8,4	7,7
Лаос	1,9	2,2	7,1	6,6	6,5	2,0	1,8	н.д.
Малайзия	2,6	4,3	6,7	5,6	7,2	5,5	5,6	5,5
Мьянма	1,5	1,6	8,3	8,6	11,4	2,9	3,3	2,9
Филиппины	2,0	3,1	6,7	6,4	9,2	9,9	8,8	7,9
Сингапур	5,2	6,7	5,0	4,6	6,0	5,6	5,7	6,0
Таиланд	4,1	6,4	5,9	6,1	9,8	7,4	8,3	8,7
Вьетнам	1,7	1,7	4,1	3,2	2,6	1,9	2,3	2,6

Источник: составлено автором по данным World Development Indicators Database.

Критерий покрытия импорта подразумевает, что объем ЗВР должен обеспечивать оплату импорта товаров и услуг в течение 3-х месяцев. Считается, что этого срока достаточно для устранения последствий внешнего шока. Коэффициент покрытия денежной базы предусматривает 20% покрытие для агрегата M_2 и 100% — для агрегата M_0 .

То есть величина «широких денег» (наличные средства в обращении, на расчетных и депозитных счетах) не должна превышать объем ЗВР страны более чем пятикратно, а центральный банк в случае возникновения кризисных ситуаций должен выкупить все его обязательства в виде монет и банкнот, находящихся в обращении. Критерий Редди к покрытию импорта добавляет сумму годовых платежей по внешнему долгу (рассчитывается для каждой страны индивидуально).

Семь стран Восточной Азии (Республика Корея, Мьянма, Камбоджа, Лаос, Малайзия, Филиппины и Вьетнам) во время кризиса 1997 г. не соответствовали критерию покрытия импорта (табл. 2). В 2008 г. это был только Бруней, в 2009 г. — Вьетнам. В конце 2017 г. недостаточность ЗВР наблюдалась у Мьянмы и Вьетнама.

Критерию покрытия денежной базы в 1997 г. не соответствовали 8 стран региона: Китай, Индонезия, Япония, Республика Корея, Малайзия, Мьянма, Филиппины и Таиланд (табл. 3). В 2008 г. — 4 страны (Бруней, Япония, РК и Мьянма), в 2009 г. — тоже 4 страны (присоединился Вьетнам и выбыла Республика Корея).

Объем денежного предложения в Мьянме в сотни раз превышал величину ее ЗВР. Отчасти это было обусловлено двойным режимом валютного курса (обменный курс к доллару США на свободном рынке почти стократно превышал величину фиксированного официального курса кьята).

Как отмечалось выше, профицит или дефицит платежного баланса оказывают давление на валютный курс. Кроме того, положительное сальдо платежного баланса (разность между чистым экспортом товаров и чистым экспортом капитала) обеспечивает прирост ЗВР.

Таблица 3

**Коэффициент покрытия денежной базы стран Восточной Азии в 1997–2014 гг.
(в разах)**

Страна	1997	1998	2007	2008	2009	2012	2013	2014
Бруней	н.д.	н.д.	9,9	10,3	6,1	3,2	3,2	3,2
Камбоджа	1,2	0,7	1,3	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7
Китай	7,6	8,3	3,4	3,5	3,6	4,6	4,6	5,1
Индонезия	6,9	2,4	3,2	3,8	3,1	3,1	3,6	3,1
Япония	41,6	40,4	9,1	9,8	10,9	11,3	9,6	9,2
Республика Корея	10,5	3,5	5,2	6,4	4,5	5,0	5,1	5,4
Лаос	2,8	2,2	1,4	1,5	2	н.д.	н.д.	н.д.
Малайзия	5,8	3,4	2,4	3,0	2,9	3,1	3,4	4,0
Мьянма	164,6	179,9	237,7	236,1	214,3	н.д.	н.д.	н.д.
Филиппины	5,8	3,7	2,7	2,8	2,4	1,8	2,3	2,6
Сингапур	1,2	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
Таиланд	5,6	4,2	3	2,7	2,2	2,6	3,1	3,3
Вьетнам	3,0	3,3	3,3	3,9	6,8	6,5	7,7	6,9

Источник: составлено автором по данным World Development Indicators Database.

Для исследования функциональной зависимости объема золотовалютных резервов от мероприятий валютной политики в странах Восточной Азии будет использована вышеназванная концепция Манделла—Флеминга, а именно два варианта уравнения регрессии, отличающиеся одним аргументом — er_t :

$$zvr_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{saldo}_{it} + \beta_2 \text{dummy}_{it} + \beta_3 er_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$$zvr_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{saldo}_{it} + \beta_2 \text{dummy}_{it} + \beta_3 er_t + u_{it} \quad (3)$$

где zvr_{it} — натуральный логарифм объемов ЗВР каждой из исследуемых стран Восточной Азии в период t , saldo_{it} — натуральный логарифм сальдо платежного баланса каждой из исследуемых стран региона в период t , dummy_{it} — фиктивная переменная, отражающая дефицит платежного баланса; er_{it} — натуральный логарифм национальных валют каждой из исследуемых стран региона к доллару США в период t , er_t — натуральный логарифм курса АМЮ¹⁹ к доллару США в период t , и u_{it} — случайные колебания.

Для регрессионного анализа были использованы панельные данные 13 стран Восточной Азии за период 1997–2017 гг. по объемам ЗВР и сальдо платежного баланса (в млн долл.), курсы АМЮ и номинальные обменные курсы национальных валют стран региона по отношению к доллару США. Информационную базу составили данные UNCTAD Statistics Database и IMF Statistics Database.

Таблица 4

Характеристики регрессионных моделей

Параметр	Курсы национальных валют	Курс АМЮ
saldo	0,41***	0,27***
dummy	-0,29**	-0,49***
er	0,58***	4,63***
cons	3,87***	7,84***
R-sq.	0,35	0,51

Примечание. Уровень значимости: ** — $\alpha = 0,01$; *** — $\alpha = 0,001$.

Источник: расчеты автора.

Результаты проведенного анализа позволяют сделать вывод, что колебания номинальных курсов восточноазиатских валют к доллару США, рассматриваемые по отдельности, оказывают слабое влияние на изменение объемов ЗВР. Так, девальвация обменных курсов национальных валют стран АСЕАН+3 к доллару США на 1% обеспечивает прирост золотовалютных резервов на 0,58%. В то же время увеличение положительного сальдо платежных балансов исследуемых стран на 1% стимулирует прирост ЗВР на 0,41% (табл. 4).

Если рассматривать влияние динамики курсов восточноазиатских валют к доллару США не по отдельности, а в совокупности для региона (используя для этого АМЮ), то результаты моделирования будут совершенно иными. Практика конкурентной девальвации, характерная для стран региона, приносит следующие плоды: одновременное обесценение национальных валют стран АСЕАН+3 к доллару США на 1% обеспечивает прирост ЗВР на 4,63%. При этом прирост положительного сальдо платежных балансов исследуемых стран на 1% увеличивает объемы их ЗВР только на 0,27% (табл. 4).

* * *

На выбор странами региона режима валютного курса и проведение валютной политики существенное влияние оказали азиатский кризис 1997 г. и мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. Несмотря на неблагоприятную ситуацию в 1997 г., к концу 1998 г. ЗВР всех стран региона, как уже отмечалось, увеличились. Впоследствии их величина только нарастала. Нарращивание ЗВР странами Восточной Азии объясняется их стремлением создать «подушку безопасности». После преодоления последствий кризисов страны региона продолжили практику валютного демпинга несмотря на то, что их платежные балансы были профицитными.

Результаты регрессионного анализа панельных данных показывают, что несмотря на отсутствие институциональной оболочки скоординированной валютной политики в регионе, de facto наблюдается привязка номинальных курсов восточноазиатских валют к доллару США. Она проявляется в политике конкурентной девальвации, направленной на стимулирование экспорта региона и, как следствие, наращивание золотовалютных резервов. Однако стоит помнить, что такая практика вызывает не только перенакопление ЗВР, но и рост банковских ставок и инфляционного давления.

1. Под Восточной Азией понимаются 13 государств региона: Китай, Республика Корея, Япония и 10 стран — членов АСЕАН. «Восточная Азия» и «АСЕАН+3» используются в статье как синонимы.
2. *Некипелов А., Голанд Ю.* От замораживания к инвестированию: новые подходы к денежно-кредитной и валютной политике // Вопросы экономики. 2008. № 3. С. 47–55; *Devereux M. B., Engel C.* Monetary policy in the open economy revisited: Price setting and exchange rate flexibility. NBER Working Paper. No. 7665. 2000; *Krugman P.* Currency regimes, capital flows and crises // IMF Economic Review. 2014. Vol. 62. No. 4. P. 470–493. DOI: 10.1057/imfer.2014.9; *Niehans J.*

- Monetary and fiscal policies in open economies under fixed exchange rates: An optimizing approach // *Journal of Political Economy*. 1986. P. 893–920.
3. *Fleming M. J.* Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates // *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. P. 369–379; *Floden M.* The open economy revisited: The Mundell–Fleming model and the exchange-rate regime. Stockholm School of Economics. 2010; *Mundell R. A.* Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 1963. No. 29. P. 475–485. DOI: 10.2307/139336; *Obstfeld M.* International macroeconomics: Beyond the Mundell–Fleming model // *IMF Staff Papers*. 2001. Vol. 47. Special Issue.
 4. *Головин М.* Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // *Вопросы экономики*. 2009. № 4. С. 42–58; *Шишков Ю. В.* «Невозможное триединство» в эпоху финансовой глобализации // *Мировая экономика и международные отношения*. 2012. № 5. С. 3–14; *Boughton J. M.* On the origins of the Fleming–Mundell model // *IMF Staff Papers*. 2003. Vol. 50. No. 1. P. 1–9; *Fleming M. J.* Op. cit.; *Mundell R. A.* Op. cit.; *Obstfeld M., Rogoff K.* The mirage of fixed exchange rates. NBER Working Paper. No. 5191. 1995; *Sarantis N.* The Mundell–Fleming model with perfect capital mobility and oligopolistic pricing // *Journal of Post Keynesian Economics*. 1986. Vol. 9. No. 1. P. 138–148.
 5. *Дёмина Я. В.* Платежные балансы стран Восточной Азии: влияние скоординированной валютной политики // *Пространственная экономика*. 2014. № 1. С. 138–152. DOI: 10.14530/se.2014.1.138–152; *Масленников А. А.* и др. (ред.) Валютные войны: мифы и реальность. М.: Русский сувенир, 2011. 77 с.
 6. *IMF.* Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. 2016.
 7. *IMF.* Myanmar: recent economic developments. IMF staff country report. No. 99/134. 1999.
 8. *Горюнова Н.П., Минакир П.А.* Финансовые кризисы на развивающихся рынках. М.: Наука, 2006; *Hernandez L., Montiel P. J.* Post-crisis exchange rate policy in five Asian countries: Filling in the ‘hollow middle’? IMF Institute Papers. High Level Seminar ‘Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating’, Washington DC, March 19–20. 2001; *Patnaik I., Shah A., Sethy A., Balasubramaniam V.* Op. cit.
 9. См.: *Linden Eugene.* How to kill a Tiger Speculators Tell The Story Of Their Attack Against The Baht, The Opening Act Of An Ongoing Drama. TIME magazine Asia. November 3, 1997. Vol. 150. No. 18. URL: http://www.time.com/time/magazine/1997/int/971103/asia.how_to_kill_a.html.
 10. *Горюнова Н.П., Минакир П.А.* Указ. соч.
 11. Рассчитано автором по данным World Development Indicators Database.
 12. Office of U.S. Trade Representative. The People's Republic of China. URL: <https://ustr.gov/countries-regions/china-mongolia-taiwan/peoples-republic-china> (дата обращения: 02.07.2019).
 13. *Donald J. Trump.* Presidential Memorandum on the Actions by the United States Related to the Section 301 Investigation. URL: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-memorandum-actions-united-states-related-section-301-investigation/> (дата обращения: 03.07.2019); President Trump Announces Strong Actions to Address China’s Unfair Trade. URL: <https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/march/president-trump-announces-strong#> (дата обращения: 02.07.2019).
 14. US publishes list of 1,300 Chinese goods worth US\$50b to be targeted by tariffs. The Straits Times. URL: <https://www.straitstimes.com/asia/east-asia/us-publishes-list-of-1300-chinese-goods-to-be-targeted-by-tariffs> (дата обращения: 05.07.2019).
 15. *Chandran N., Rosenfeld E.* China Announces It’s Imposing New Tariffs on 128 US Products. URL: <https://www.cnn.com/2018/04/01/china-announces-new-tariffs-on-us-meat-and-fruit-amid-trade-war-fears.html> (дата обращения: 03.07.2019).
 16. «Крупнейшая в истории»: Трамп развязал войну. Газета.Ru. URL: <https://www.gazeta.ru/business/2018/07/05/11827219.shtml> (дата обращения: 01.07.2019).
 17. Трамп сообщил о позитивных перспективах заключения торгового соглашения с КНР. Коммерсант. 30 июня 2019. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4017571> (дата обращения: 05.07.2019).
 18. Россия и Китай отказались от расчетов в долларах, пишут СМИ. РИА Новости. 28 июня 2019. URL: <https://ria.ru/20190628/1555995064.html> (дата обращения: 02.07.2019).
 19. АМО (AMU) — искусственная денежная единица, включающая 13 валют стран АСЕАН+3 (доли соответствующих валют в корзине рассчитываются с учетом торгового оборота с США и ЕС, а также объема ВВП по паритету покупательной способности).