

Финансовая стабилизация после гиперинфляций: теория и практика

Александр КОВАЛЁВ



Доцент кафедры менеджмента
Белорусского национального
технического университета, кандидат
экономических наук, Республика
Беларусь, г. Минск, e-mail: kavaliov.
aliaksandr@gmail.com.

Прекращение гиперинфляций представляет научный интерес в нескольких аспектах. Во-первых, при разнообразии программ финансовой стабилизации важно определить те их общие черты, на основании которых можно формулировать практические рекомендации осуществления экономической политики, в том числе и для случаев более умеренной инфляции. Во-вторых, все случаи финансовой стабилизации после гиперинфляций характеризовались значительным и устойчивым ростом реальной денежной массы, иногда начинавшимся даже раньше, чем реформы (Германия). Такая динамика требует сокращения скорости оборота денежной единицы, т. е. повышения спроса на деньги. В рамках модели Кейгена спрос на деньги зависит от инфляционных ожиданий, которые обратно пропорциональны

УДК 336.748.6

Ключевые слова:
гиперинфляция; бюджетный дефицит; сеньораж; финансовая стабилизация, скорость обращения денег; реальная денежная масса.

росту денежной массы. Но в момент стабилизационных реформ номинальная денежная масса продолжает расти, поскольку значительное сокращение «коэффициента монетизации» в период гиперинфляции приводит к расстройству хозяйственного оборота, поэтому объяснить радикальное изменение поведения спроса на деньги одними монетарными факторами невозможно, их необходимо дополнить фискальным параметром – уровнем сеньоража.

В-третьих, прекращение гиперинфляции радикально трансформирует зависимость между темпом инфляции и уровнем безработицы, иллюстрируемую стандартной убывающей кривой Филлипса [12]. В большинстве случаев наблюдались рост объемов производства и незначительное увеличение либо даже снижение безработицы при снижении темпов инфляции, что объясняется изменением ожиданий субъектов экономики.

Теоретические аспекты финансовой стабилизации: устранение причин роста цен

Важнейшими характеристиками гиперинфляции являются следующие:

- значительный дефицит консолидированного бюджета (включая квазидефицит в виде финансирования убытков государственных предприятий и кредитования государственных инвестиций);

- резкое увеличение скорости обращения денег и сокращение реальной денежной массы. Например, в последнем месяце гиперинфляции в Венгрии в 1946 г. вся денежная масса в националь-

ной валюте составляла эквивалент 2 300 долл. США;

- возникающая зависимость темпа эмиссии от бюджетного дефицита из-за эффекта Танзи – Оливера;

- негативные ожидания субъектов экономики относительно темпа роста цен и недоверие к действиям монетарных и фискальных властей.

Соответственно, при определении необходимых условий финансовой стабилизации большинство авторов сходятся во мнении, что основными из них являются нормализация бюджета, обменного курса и темпа роста денежной массы, а также возвращение доверия [3; 5; 7].

В работе [4] построена модель, показывающая возможность двойственного равновесия, когда существуют два темпа инфляции, приводящих к одинаковому уровню сеньоража для покрытия дефицита бюджета (модель повторяет идею кривой Лаффера, когда при разных уровнях налоговых ставок достигаются одинаковые поступления бюджетных доходов). При этом рациональные ожидания ведут к стабильности высокоинфляционного равновесия, а при адаптивных ожиданиях низкоинфляционное состояние также может быть стабильным. Сокращение размера дефицита представляется задачей экзогенной и ведет к сокращению соответствующих темпов инфляции [5].

Необходимость наращивания реальной денежной массы – более сложная задача, поскольку сформированная в период гиперинфляции модель поведения включает в себя сокращение спроса на на-

циональную валюту как функцию от ожидаемого темпа инфляции. Требуется возвращение доверия к национальной валюте посредством отказа от поведения, основанного на прошлом опыте, и роста доверия к акторам экономической политики [14]. В период гиперинфляции происходит отказ от долгосрочных номинальных контрактов относительно цен и зарплат. Постоянная корректировка этих реальных экономических переменных требует знания индекса изменения ценности денег. Наиболее доступным из индексов становится обменный курс, что стимулирует дополнительный спрос на иностранную валюту как инструмент сохранения ценности. Резкий отказ от «прошлого» поведения прекращает спрос на национальную валюту и способствует успешности стабилизационных программ. Фактор же доверия зависит в том числе от институциональных изменений, которые подкрепляют в сознании хозяйственных субъектов готовность правительства отказаться от сеньоража как важного источника бюджетных доходов. Такими изменениями могут быть денежная реформа, реформирование центрального банка, финансовая поддержка международных организаций/других стран.

Распространившийся в литературе подход классифицирует программы стабилизации на ортодоксальные, когда акцент реформ делается на управлении денежной массой, и гетеродоксальные, включающие в себя в качестве важных элементов фискальную политику и иные институциональные реформы.

Обзор программ финансовой стабилизации

В настоящий обзор (таблица) включены около половины эпизодов гиперинфляции.

Одиночный случай гиперинфляции до XX в. (периода Великой французской революции) завершился «двойной» денежной реформой – сначала обменом ассигнатов на территориальные мандаты по курсу 30:1, а затем – «нуллификацией», т. е. запретом расчетов и изъятием территориальных мандатов.

Стабилизации после Первой мировой войны проанализиро-

ваны в работе Сэрджента [11]. В случае *Австрии, Венгрии и Польши* реформы включали в себя программы стабилизации бюджета (при этом в первых двух случаях была значительна роль внешних займов), денежные реформы (обмен денег при этом проходил после достижения ценовой стабильности), учреждение независимых центральных банков. *Германская* реформа опиралась на стабилизацию бюджета, обеспеченность новой денежной единицы промышленными и земельными облигациями, фиксацией обменного курса. Особенности реформы в *Советской России/СССР* заключались в использовании модели «параллельного обращения» устойчивой денежной единицы – червонца, курс которого привязывался к золотому содержанию, и продолжавшего обесцениваться совзнака с установлением рыночного курса обмена между денежными единицами.

Две европейские стабилизации после Второй мировой войны были разными по степени успешности – если *венгерская* привела к одномоментной стабилизации цен, то *греческая* оказалась успешной только с третьей попытки. Ключевым фактором неуспешности первых двух попыток стала неспособность правительств добиться бюджетной стабилизации. В венгерском же случае доверие к реформе опиралось в том числе и на то, что национализированные предприятия не только перестали получать льготные кредиты, но и стали объектами налогообложения, хотя дефицит бюджета допускался по плану в течение первых трех месяцев реформы. При этом план стабилизации был анонсирован в прессе и оценен публикой как жизнеспособный, что повышало доверие к нему [13]. Скорость обращения денег сократилась в 3 раза за первые 4 месяца после реформы.

Реформа Гоминьдановского правительства в *Китае*, включившая в себя обмен денег на новую валюту, была прервана гражданской войной, после которой коммунистическое правительство осуществляло финансовую стабилизацию в рамках общей программы социальных преобразований.

Реформа в *Тайване* занимает особое место, поскольку была

осуществлена без стабилизации бюджета. Вместе с тем придание Банку Тайваня функций центрального банка, ограничение предельного объема выпуска денег, фиксация обменного курса и манипулирование процентными ставками в программах депозитов обеспечили успешность реформы.

Латиноамериканские государства в своих стабилизационных программах использовали различные подходы: так, *Боливия* предприняла жесткую фискальную корректировку, унификацию обменных курсов, достигла полной конвертации валюты при плавающем режиме обменного курса [2]. *Перуанская* программа следовала боливийской, но не была такой же успешной из-за недостаточной фискальной дисциплины, отсутствия запрета на финансирование правительства кредитами центрального банка. При этом правительство осуществило целый ряд институциональных реформ, сокративших вмешательство государства в рыночные процессы: либерализацию внешней торговли, цен и зарплат, дерегулирование рынка труда. В *Никарагуа* успеха достигла только четвертая по счету реформа. В рамках первой (февраль 1988 г.) была введена новая денежная единица, несколько сократились бюджетные расходы, но сохранившийся разброс официального и рыночного обменных курсов, продолжающийся правительственный контроль над ростом цен и сохранение мягкой монетарной политики привели к провалу. Вторая и третья программы были все более «рыночными» – либерализация цен, сближение обменных курсов, положительные процентные ставки по депозитам и кредитам, однако и этим программам не хватало фискальной дисциплины. Программа 1990 г. основывалась на параллельном обращении денежных единиц. Золотая кордоба с обменным курсом 1:1 к доллару США выполняла функцию мерила ценности – к ней привязывались зарплаты, цены, налоговые и кредитные обязательства. Фискальная реформа обеспечила успех всей стабилизации.

Аргентина и Бразилия в течение 1980-х гг. предпринимали не одну попытку стабилизационных реформ, но даже в случае их от-

Таблица

Программы финансовой стабилизации (выборочно)

№	Страна	Период гиперинфляции	Денежная реформа (курс обмена)	Институциональные особенности
1	Франция	Май 1795 г. – ноябрь 1796 г.	1 территориальный мандат = 30 ассигнатов Нуллификация	Отсутствие бюджетного баланса еще несколько лет
2	Германия	Январь 1920 г. – декабрь 1923 г.	1 рентамарка = 1 трлн. марок	Стабилизация бюджета, запрет на финансирование дефицита эмиссией Создание независимого центрального банка Фиксация обменного курса к доллару
3	Австрия	Октябрь 1921 г. – сентябрь 1922 г.	1 шиллинг = 10 000 крон	Стабилизация бюджета, запрет на финансирование дефицита эмиссией Создание независимого центрального банка Заем Лиги наций
4	Россия/СССР	Январь 1922 г. – февраль 1924 г.	1 рубль = 50 000 совзнаков образца 1923 г. = 5 000 000 совзнаков образца 1922 г. = 50 млрд. совзнаков более ранних образцов	С ноября 1922 г. – параллельное обращение червонца, привязанного к золоту
5	Польша I	Январь 1923 г. – январь 1924 г.	1 злотый = 1 800 000 марок	Стабилизация бюджета Создание независимого центрального банка Незначительный заем Великобритании Фиксация обменного курса
6	Венгрия I	Март 1923 г. – февраль 1924 г.	1 пенгё = 12 500 крон	Стабилизация бюджета, запрет на финансирование дефицита эмиссией Создание независимого центрального банка Заем Лиги наций
7	Греция	Май 1941 г. – декабрь 1945 г.	1 новая драхма = 50 000 000 000 старых (1-я реформа)	Стабилизация бюджета (2-я и 3-я реформы) Помощь Красного Креста Контроль зарплат и цен (2-я реформа) Фиксация обменного курса (3-я реформа) Приспособление налоговой системы к последствиям инфляции (2-я и 3-я реформы) Кредиты США и Великобритании (3-я реформа) Создание Валютного комитета (3-я реформа)
8	Венгрия II	Август 1945 г. – июль 1946 г.	1 форинт = 4×10^{29} пенгё = 200 000 000 налоговых пенгё	Фискальная реформа Отсрочка выплаты репараций до 8 лет Возврат золотого запаса из Германии Кредит США
9	Китай	Июль 1943 г. – май 1949 г.	1 золотой юань = 3 000 000 CNC (Chinese National Currency)	Запрет черного рынка валюты Товарная экономия
10	Тайвань	Август 1945 г. – май 1949 г.	1 новый тайваньский доллар = 40 000 тайваньских юаней	Отсутствие фискальной стабилизации Возложение на Банк Тайваня функций центрального банка Фиксация обменного курса к доллару США Программа депозитов Установление предельной величины эмиссии
11	Боливия	Апрель 1984 г. – сентябрь 1985 г.	1 боливиано = 1 000 000 песо	Фискальная стабилизация Девальвация официального курса и унификация его с курсом черного рынка Мораторий на выплату госдолга Кредит «стэнд-бай» от МВФ
12	Никарагуа	Июнь 1986 г. – март 1991 г.	1 новая кордоба = 1 000 старых (1-я реформа) 1 золотая кордоба = 5 000 000 новых кордоб (4-я реформа)	Балансировка бюджета Девальвация официального курса Либерализация цен Ограничения по выпуску денег Положительные процентные ставки Параллельное обращение валют
13	Перу	Сентябрь 1988 г. – август 1990 г.	1 новый соль = 1 000 000 инти	Девальвация официального курса и унификация его с курсом черного рынка Либерализация цен и внешней торговли

Продолжение таблицы

№	Страна	Период гиперинфляции	Денежная реформа (курс обмена)	Институциональные особенности
14	Аргентина	Май 1989 г. – март 1990 г.	1 аустраль = 1 000 песо (1985) 1 песо = 10 000 аустралей (1992)	Либерализация торговли Приватизация Отказ от политики доходов
15	Бразилия	Декабрь 1989 г. – март 1990 г.	1 крузадо = 1 000 крузейро (1986) 1 новый крузадо = 1 000 старых (1989) Переименование в крузейро (1990) 1 реал = 1 000 крузейро (1993)	Либерализация торговли Приватизация Отказ от политики доходов Замораживание финансовых активов
16	Югославия I	Сентябрь – декабрь 1989 г.	1 новый динар = 10 000 старых (1990)	Фиксация обменного курса Замораживание зарплаты Прекращение финансирования бюджета кредитами Национального банка Пролонгация сроков выплаты госдолга
17	Югославия II	Апрель 1992 г. – январь 1994 г.	1 новый динар = 10 старых (1992) 1 новый динар = 1 000 000 старых (1993) 1 новый динар = 1 000 000 000 старых (1994, январь) 1 новый динар = 12 000 000 старых (1994, февраль)	Наличие бюджетного дефицита Фиксация обменного курса
18	Польша II	Октябрь 1989 г. – январь 1990 г.	1 новый злотый = 10 000 старых (1995)	Бюджетная стабилизация Либерализация рынков Замораживание зарплаты Унификация и фиксация обменного курса Жесткая монетарная политика
19	Беларусь	Август 1994 г.	–	Улучшение бюджета Унификация и фиксация обменного курса Положительные реальные процентные ставки

носительного успеха в дальнейшем происходил «откат» в новую инфляционную волну. Наиболее успешные реформы 1990 г. опирались на ортодоксальные монетарные инструменты. Обе страны отказались от использования политики ограничения доходов, от использования обменного курса как номинального якоря и сделали упор на управление денежной массой. В Бразилии были заморожены все финансовые активы на 18 месяцев под 6 процентов годовых, в Аргентине ограничителем спроса на деньги стали высокие процентные ставки. При этом обе программы власти позиционировали как комплексные, дополняя монетарные меры либерализацией торговли, приватизацией, дерегулированием рынков.

Различные варианты стабилизационных программ использовали и постсоциалистические экономики. *Польская стабилизация 1990 г.*, считающаяся ортодоксальной в духе МВФ, осуществлялась на фоне общих трансформационных реформ. Рез-

кое снижение субсидий в бюджете (с 36 до 14% расходной части) вкуче с сокращением льготных банковских кредитов предприятиям позволило сбалансировать бюджет при общем повышении фискальной дисциплины. Либерализация практически всех цен (10% оставались объектами косвенного регулирования) позволила сбалансировать товарные рынки. Жесткая монетарная политика в сочетании с унификацией и фиксацией обменного курса дополнялась замораживанием заработной платы. Месячные уровни инфляции составили 23,9% в феврале и далее 4,7%; 8,1%; 5,0%; 5,4%. Процентные ставки удерживались выше уровня инфляции. К августу произошла унификация обменного курса [9]. В целом макроэкономическая стабилизация была достигнута, для микроэкономической эффективности правительство проводило реформы собственности и реализовывало инфраструктурные проекты. Объем производства в 1990 г. оказался на 7% ниже, чем в предыдущем.

1990 г. был единственным, когда в Польше сокращался ВВП.

Югославская гиперинфляция была продолжительной и включила две стабилизационные реформы. В декабре 1989 г. программа содержала такие элементы, как деноминация динара, фиксация обменного курса к немецкой марке, замораживание зарплаты, прекращение финансирования бюджета кредитами Национального банка, пролонгация сроков выплаты госдолга. Программа не была успешной – недореформированные банки продолжали выдавать долгосрочные кредиты под отрицательную процентную ставку, среднемесячный рост зарплат составил 5,5%, вырос реальный обменный курс, что несло угрозу экспорту. Правительство дало слабину, заговорив о менее жесткой монетарной политике в целях стимулирования объема производства. Это привело к невиданному росту цен [10].

Вторая программа [1] была объявлена в январе 1994 г. и в запланированном виде отвер-

гала традиционные подходы к финансовой стабилизации. Так, программа предусматривала не только сохранение бюджетного дефицита в размере 14% от ВВП, но и финансирование дефицита кредитами центрального банка. При этом расширение кредита частному сектору не предусматривалось. Кроме того, с началом эмиссии нового конвертируемого динара его курс был фиксированным, а курс старого динара – плавающим. Задумка авторов программы заключалась в том, что поскольку в стране произошло сокращение денежной массы в национальной валюте до 4 долл. США на человека в эквиваленте, это позволяло безболезненно наращивать денежную массу в новых конвертируемых динарах, если бы объем эмиссии был четко определен – хозяйственному обороту требовались бы средства обращения.

В действительности реализация программы проходила более традиционно – бюджетный дефицит сократился до 6,5% от ВВП, а с июля центральный банк отказался от его финансирования. Монетарная политика была смягчена, и денежная масса в новых динарах увеличилась. В результате стабилизация цен была достигнута – до июля индекс цен даже снизился на 8,7%.

Стабилизационная программа в *Беларуси* предусматривала два номинальных якоря – обменный курс и положительную ставку рефинансирования. Немаловажную роль в успехе программы сыграло некоторое улучшение бюджета, хотя полностью отказаться от финансирования убыточных государственных предприятий не удалось. Одним из условий реализации программы стало придание белорусскому рублю статуса единственного законного платежного средства.

Интересно, что стабилизация обошлась без денежной реформы.

Таким образом, при разнообразии инструментов финансовой стабилизации ключевыми элементами успешных программ являются стабилизация бюджета, позволяющая резко сократить темпы денежной эмиссии, и различного рода мероприятия, повышающие доверие к политике правительства и центрального банка, что выражается в росте спроса на национальную валюту и позволяет нарастить реальную денежную массу для обеспечения нормального функционирования экономической системы. В качестве номинального якоря эффективно использовать обменный курс [8], реальные процентные ставки, предельный объем предложения денег.

* * *

Материал поступил 09.02.2018.

Библиографический список:

1. Ростовски, Я. *Макроэкономическая нестабильность в посткоммунистических странах Центральной и Восточной Европы* / Я. Ростовски // М.: Ad Marginem. – 1997.
2. Bernholz, P. *Hyperinflation and Currency Reform in Bolivia: Studied from a General Perspective* / P. Bernholz // *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. – 1988. – Vol. 144 (5). – P. 747–771.
3. Bernholz, P. *Necessary and Sufficient Conditions to End Hyperinflations* / P. Bernholz // In P.L. Siklos (ed.). *Great Inflations of the 20th Century: Theories, Policies and Evidence*. – Edward Elgar. – 1995. – P. 257–288.
4. Bruno, M. *Seigniorage, Operating Rules, and the High Inflation Trap* / M. Bruno, S. Fischer // *Quarterly Journal of Economics*, vol. 105 (2), May 1990. – P. 353–374.
5. Dornbusch, R. *Stopping Hyperinflations Past and Present* / R. Dornbusch and S. Fischer // *Weltwirtschaftliches Archiv*, April 1986. – P. 1–47.
6. Flood, P. *An Economic Theory of Monetary Reform* / P. Flood and P. Garber // *Journal of Political Economy*. – Vol. 88 (1). – 1980. – P. 24–58.
7. Gersbach, H. *Conditions for Hyperinflation and Stabilization* / H. Gersbach // *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*. – 1992. – № 10/11. – P. 907–916.
8. Halpern, L. *Hyperinflation, credibility and expectations (stabilization theory and East European stabilization programmes)* / L. Halpern // *Acta Oeconomica*. – 1991. – Vol. 43 (1–2). – P. 89–110.
9. Kolodko, G. *Polish Hyperinflation And Stabilization 1989–1990* / G. Kolodko // *Economic Journal on Eastern Europe And The Soviet Union*. – 1991. – № 1. – P. 9–36.
10. Prasnikar, J. *Economic Development of Yugoslavia in 1990 and Prospect to the Future* / J. Prasnikar, Z. Pregl // *American Economic Review*. – 1991. – Vol. 81. – № 2. – P. 191–195.
11. Sargent, T. *The Ends of Four Big Inflations* // In T. Sargent. *Rational Expectations and Inflation*. – HarperCollins College. – 1986. – P. 43–115.
12. Siklos, P.L. *Hyperinflations: Their Origins, Development and Termination* // In P.L. Siklos (ed.). *Great Inflations of the 20th Century: Theories, Policies and Evidence*. – Edward Elgar. – 1995. – P. 3–34.
13. Siklos, P.L. *The End of Hungarian Hyperinflation of 1945–1946* // In P.L. Siklos (ed.). *Great Inflations of the 20th Century: Theories, Policies and Evidence*. – Edward Elgar. – 1995. – P. 289–305.
14. Vegh, C. *Stopping High Inflation: An Analytical Overview* / C. Vegh // *IMF Working Paper*. – 1991. – Vol. 91/107. – P. 1–72.

Financial Stabilization After Hyperinflations: Theory and Practice

Aliaksandr KAVALIYOU; Ph.D. in Economics; Belarusian National Technical University, Department of Management, Associate Professor; e-mail: kavaliou.aliaksandr@gmail.com.

Abstract. *The article analyzes the conditions for financial stabilization after hyperinflation. It examines the theory of stabilization programs and the role of institutional changes. The examples illustrate the approach to stabilization both under orthodox and heterodox programs.*

Keywords: *hyperinflation; budget deficit; seigniorage; financial stabilization; velocity of money; real money balances.*