

**ВВЕДЕНИЕ В ТЕОРИЮ ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОГО НАВЕСА:
ПЕРЕОСМЫСЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫХ КРИЗИСОВ**DOI: <https://doi.org/10.24891/enfozx>EDN: <https://elibrary.ru/enfozx>**Михаил Юрьевич ТАРАСОВ**аспирант, Всероссийская академия внешней торговли Министерства экономического развития
Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

e-mail: tarasov.mihal@yandex.ru

ORCID: 0009-0005-9038-9842

SPIN: 3414-0411

История статьи:

Рег. № 536/2025

Получена 18.08.2025

Одобрена 29.08.2025

Доступна онлайн

25.12.2025

Специальность: 5.2.5**УДК** 336.743, 339.743,
339.747**JEL:** F31, F33, F47,
O24**Ключевые слова:**кризисогенность,
валютный курс,
валютный кризис,
валютная система**Аннотация****Предмет.** Валютные кризисы как форма проявления кризисогенности глобальной экономики и мировой валютной системы.**Цели.** Предложить и рассмотреть новую теорию механизма возникновения валютных кризисов, разработать экономико-математическую модель как альтернативу моделям трех поколений валютных кризисов.**Методология.** Использованы методы экономического абстрагирования и обобщения, формализации и идеализации, анализа и синтеза, экономико-математического моделирования. Эмпирической базой послужили данные Банка международных расчетов, обработка которых была произведена с использованием статистических и графических методов.**Результаты.** За период с 1958 по 2024 г. проанализирована динамика номинального валютного курса в 144 странах с определением количества валютных кризисов. Выделена Великая эпоха валютных кризисов (1980-е – 1990-е гг.), а также подтверждена валютная кризисогенность современной мировой экономики. Сопоставлены и обобщены модели валютных кризисов трех поколений, выделены и проанализированы их основные недостатки. Сформулирована и предложена теория валютно-финансового навеса, на основе которой рассмотрены различные валютно-финансовые дисбалансы, названы эффект персистентного накопления и гипотеза невозможности.**Область применения.** Результаты могут быть использованы для моделирования, прогнозирования вероятности наступления валютных кризисов и оценки тяжести их протекания, а также при разработке мер по валютной стабилизации и антикризисному управлению.**Выводы.** Валютные кризисы обусловлены наличием валютно-финансового навеса, который представляет собой разницу между не проявившимися и проявившимися в номинальном валютном курсе валютно-финансовыми дисбалансами. Он возникает в экстремальных и кризисных экономических обстоятельствах, а скорость его проявления зависит от степени рыночной гибкости (рестриктивности) механизма формирования обменного курса.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2025

Для цитирования: Тарасов М.Ю. Введение в теорию валютно-финансового навеса: переосмысление валютных кризисов // Финансы и кредит. – 2025. – № 12. – С. 226 – 244.
DOI: 10.24891/enfozx EDN: ENFOZX

Введение

Валютные кризисы – одна из форм проявлений кризисогенности современной мировой экономики: сложно найти страну, чья национальная валюта не терпела краха. Глобальные шоки последних двух десятилетий подтверждают данный тезис. Великая рецессия (2008–2009 гг.), санкционные противостояния (с 2015 г.), торгово-тарифные войны (с 2018 г.), коронакризис (2020 г.), геополитический кризис (с 2022 г.) трансформировали международные товарные и финансовые рынки, систему международных расчетов, торговых и экономических связей и стали серьезным испытанием не только для мировой экономики, но и для большинства национальных экономик, столкнувшихся с крайне высокой макроэкономической неопределенностью. Обеспечение стабильности и устойчивости обменных курсов в турбулентных условиях стало необходимостью и важной целью для правительств и денежных властей.

В экономической теории для описания процессов возникновения, протекания и распространения валютных кризисов используются модели трех поколений валютных кризисов. Каждая из моделей односторонна и ориентирована на конкретный макроэкономический шок или конкретный макроэкономический механизм, то есть лишена универсальности. Валютные кризисы, как и причины, их вызывавшие, многообразны, а непрерывная трансформация глобальной экономики и мировой валютной системы только усиливает это многообразие и предполагает разработку новых моделей. Такая разнородность делает невозможным прогнозирование валютных крахов. Для решения этой проблемы в работе предлагается более универсальная теория валютно-финансового навеса, опирающаяся на ключевые положения теорий валютного курса, а также соответствующая ей модель.

Валютная кризисогенность и ретроспективная динамика валютных кризисов

Наступление валютного кризиса означает ситуацию существенного падения стоимости обменного курса на относительно длительном временном интервале, как правило, в течение года. Однозначное понимание такой существенности в экономической теории отсутствует. Консенсусным пороговым значением снижения стоимости валюты, выступающим для идентификации валютного кризиса, считается годовое падение на 15% и более [1]. По такому критерию в период с 1958 по 2024 г. в 144 странах зафиксировано почти 1,3 тыс. годовых эпизодов валютных кризисов. На *рис. 1* представлена динамика частоты обвалов обменных курсов как динамика количества стран, столкнувшихся с валютным кризисом в течение года.

Наибольшее количество стран, столкнувшихся с проблемами существенного обесценения курса национальной валюты, было в 2015 г. (54 страны), в 1993 г. (45 стран), в 1998 г. (44 страны), в 1984 г. (41 страна), в 1985 г. (40 стран), в 1991 г. (40 стран), в 1989 г. (39 стран), в 1982 г. (36 стран), в 1994 г. (35 стран), в 1990 г. (34 страны), в 1996 г. (34 страны), в 1999 г. (34 страны), в 2000 г. (34 страны). За анализируемый промежуток времени чаще, чем в других странах, валютные кризисы случались в Аргентине (38 лет, в течение которых обменный курс снижался на 15% и более), Бразилии (38 лет), Турции (38 лет), Уругвае (37 лет), Гане (27 лет), Зимбабве (27 лет), Замбии (26 лет), Судане (26 лет), Чили (26 лет), Анголе (22 года), Конго (22 года), Малави (22 года), Колумбии (21 год), Лаосе (20 лет), Перу (20 лет).

Как видно из *рис. 1*, периоды 1980-х и 1990-х гг. из-за многочисленности обвалов обменных курсов можно назвать «Великой эпохой валютных кризисов» или «Эпохой валютной кризисогенности». Ее существование обусловлено тремя фундаментальными факторами.

Во-первых, с 1976 г. Бреттон-Вудская валютная система, в основе функционирования которой лежали режимы с фиксированным валютным курсом, уступила место Ямайской валютной системе, предполагающей свободу выбора валютного режима, более гибкое рыночное формирование обменного курса, а также отсутствие серьезных ограничений по валютным потокам различных счетов платежного баланса [2, 3]. Часть стран отказалась от фиксации собственной национальной валюты. Как следствие, обменный курс стал уязвим перед внешними и внутренними экономическими потрясениями, а колебания объемов экспорта и импорта, величины потоков капитала стали

мгновенно сказываться на динамике валютного курса, в результате чего повысились риски его резкой деструктивной флуктуации, в том числе наметился рост тенденции возникновения валютных кризисов [3, 4].

Во-вторых, на протяжении 1980-х и 1990-х гг. на смену идеям экономического дирижизма, доминировавшим в экономической политике правительств после Второй мировой войны, пришли прямо противоположные взгляды экономического неолиберализма, предполагающие сокращение роли государства в экономической сфере через проведение финансовой либерализации и либерализации внешней торговли, приватизации и общего дерегулирования национальной экономической системы [5]. Одновременно и манифестом, и сводом правил экономической политики, и самой экономической политикой стал Вашингтонский консенсус [6]. Финансовая либерализация и либерализация внешней торговли в условиях открытости национальных экономик привели к более мобильным и интенсивным потокам валютных ценностей. Валютное регулирование упрощалось, а в отдельных случаях вовсе упразднялось. При таких обстоятельствах валютные кризисы стали естественным макроэкономическим продуктом повсеместной экономической либерализации и массового финансового дерегулирования. Нельзя не отметить, что переход к Ямайскому международному валютному порядку, а также процессы экономической либерализации и финансового дерегулирования подготовили благоприятные условия для проведения спекулятивных валютных атак, направленных на извлечение спекулятивной валютной маржи через обрушение курса национальной валюты.

В-третьих, распад СССР и последовавшая постсоциалистическая трансформационная рецессия внесли свой вклад в общий уровень валютной нестабильности в течение 1990-х гг. [7]. Интеграция бывшей советской экономики в глобальную хозяйственную систему не совершалась бесшовно. Переход к конвертируемости, а также переход скрытой инфляции в форме товарного дефицита к ее явному виду – гиперинфляции – дестабилизировали макроэкономическую систему, лишая национальные валюты вновь образованных государств устойчивости. В данном случае волна валютных кризисов имела структурно-трансформационный характер и была обусловлена образованием новых государственных единиц с собственной национальной валютой и обеспечением их свободной или почти свободной конвертацией. Валютные кризисы, связанные с появлением суверенного государства с собственной национальной валютой, можно назвать «суверенизирующими валютными кризисами». Обвал обменного курса был настолько тяжелым и продолжительным, что привел, например, в России, к появлению валютных суррогатов: уральских франков (1991–1992 гг.), татарских жетонов (1992–2001 гг.), чеченского нахара (1993 г.), «немцовок» (1992–1994 гг.), хакасских рублей (1996 г.).

По своей тяжести валютные кризисы различны. Тяжесть валютного кризиса определяется глубиной падения курса национальной валюты. Наиболее тяжелые валютные кризисы представляют собой годовое снижение стоимости обменного курса в 1,6 раза и более.

В 1960-х гг. было зафиксировано 20 эпизодов тяжелых валютных кризисов, что составляет 29% от общего количества валютных кризисов за этот период времени, в 1970-х гг. – 32 (или 28,8%), в 1980-х гг. – 121 (или 38%), в 1990-х гг. – 139 (38,3%), в 2000-х гг. – 31 (19,8%), а в 2010-х гг. – 17 эпизодов валютных кризисов (или 11,1% от их общего количества за этот временной промежуток) (табл. 1 и 2). Великая эпоха валютных кризисов характеризуется не только большим количеством валютных потрясений, но и значительной тяжестью их протекания. В 1980-х и в 1990-х гг. каждый третий валютный кризис был тяжелым. На этом фоне 2000-е и 2010-е гг. с точки зрения валютной стабильности выглядят более спокойными.

История знает примеры обвала обменного курса в несколько раз. Так, например, чилийский песо за период с 1973 по 1976 г. обвалился на 11 800%, бразильский реал за период с 1980 по 1993 г. – в 1,64 млрд раз, аргентинский песо за период с 1981 по 1985 г. – на 100 000%, израильский шекель за период с 1981 по 1985 г. – на 10 300%, перуанский соль за период с 1988 по 1991 г. – на 771 000%, ливанский фунт за период с 2023 по 2024 г. – на 5 900%. Столь глубокое падение курса

национальной валюты обусловлено главным образом процессами гиперинфляции. В этом случае преодоление валютного кризиса происходит за счет деноминации и выпуска новой денежной единицы. Иллюстрацией подобного антикризисного маневра является опыт Бразилии, в которой в период с 1942 по 1994 г. национальная валюта менялась восемь раз [8, 9].

Объяснение валютных потрясений через модели валютных кризисов¹

С подачи американского экономиста и лауреата Нобелевской премии по экономике (2008 г.) П. Кругмана обвал обменного курса объясняется через три поколения моделей валютных кризисов [10]. Разграничение поколений моделей основано на макроэкономических причинах и факторах, вызвавших кризис.

Модели первого поколения объясняют возникновение валютных кризисов через несоответствие между политикой фиксации обменного курса и макроэкономическим экспансионизмом, когда в условиях фиксированного валютного режима проводится мягкая монетарная или фискальная политика. Примером такой политики является расширение денежного предложения и рост расходов государственных бюджетов темпами, значительно превышающими темпы экономического роста. Эти модели успешно объясняли валютные кризисы в развивающихся странах в 1970-х и в 1980-х гг. К работам, в которых представлены модели первого поколения, относятся труды П. Кругмана [11], П. Гербера и Р. Флуда [12], М. Коннелли и Д. Тейлора [13].

Суть валютного кризиса в моделях первого поколения заключается в следующем. В условиях макроэкономического экспансионизма при недостаточном уровне золотовалютных резервов политика денежных властей по фиксации обменного курса через проведение серии валютных интервенций оказывается неадекватной действительности и способна подорвать доверие инвесторов к национальной валюте. Риски девальвации становятся высокими. В определенный момент проводится спекулятивная атака: инвесторы избавляются от активов в национальной валюте, создавая дополнительное давление на ее курс, что приближает наступление валютного кризиса.

Механистическое описание действий макроэкономических агентов – ключевой недостаток моделей валютных кризисов первого поколения. В частности, предполагается, что валютные интервенции проводятся до полного исчерпания золотовалютных резервов и что спекулятивная атака изначально направлена на их полное обнуление. Валютные кризисы 1990-х гг. не соответствовали представлениям моделей первого поколения. Картина, близкая к реальности, показана в моделях второго поколения, которые расширили спектр макроэкономических факторов, вызывающих валютные потрясения.

Логика моделей второго поколения валютных кризисов построена на трех взаимосвязанных элементах. Во-первых, в отличие от моделей первого поколения приверженность денежных властей режима фиксации валютного курса условна и во многом зависит от издержек обеспечения фиксации. Чем больше величина таких издержек, тем больше предпосылок для смены валютного режима. Во-вторых, в рамках этих моделей анализируется конкретная макроэкономическая причина или конкретный экономический фактор, вынуждающий денежные власти отказаться от фиксации. В-третьих, принятие решения о целесообразности сохранения фиксации обменного курса с возможным изменением его параметров или о переходе к более гибкому курсообразованию происходит из оценки и сравнения издержек.

В качестве мотивов проведения девальвации или отказа от фиксации валютного курса выступают, как правило, высокий уровень безработицы, низкие темпы экономического роста, большая величина накопленной внешней государственной и частной задолженности, отрицательная динамика

¹ В основе данного раздела лежит публикация автора: Тарасов М.Ю. Многообразие валютных кризисов: типы, модели и новые подходы к классификации // Актуальные вопросы экономических наук и современного менеджмента: сборник статей по материалам ХСVII научно-практической конференции. № 8. Новосибирск: СибАК, 2025. С. 37–48.

и сложность в прогнозируемости динамики экспортной выручки и иностранных инвестиций [14]. Модели второго поколения валютных кризисов представлены в работах М. Обстфельда [15, 16].

Модели валютных кризисов третьего поколения более обширны и включают в себя несколько групп факторов возникновения валютных потрясений. В центре внимания первой группы расположена финансовая система: уровень задолженности перед иностранными инвесторами, готовность правительства исполнять взятые на себя обязательства по обслуживанию внешнего долга, работоспособность системы банковского регулирования и надзора. Вторая группа представлена иррациональными факторами, например, стадным поведением инвесторов, их настроениями и ожиданиями. Если макроэкономические агенты имеют пессимистичные прогнозы относительно динамики курса национальной валюты, то это вызывает валютную панику. Валютная паника подталкивает их избавляться от денежных средств и активов в национальной валюте с параллельным приобретением денежных средств и активов в иностранной валюте. Это в свою очередь заканчивается валютным крахом, который ранее ожидался – имеет место эффект «самосбывающихся ожиданий». Третья группа факторов включает в себя описание механизмов распространения валютных кризисов, когда валютный кризис в одной стране через различные финансовые и экономические каналы передается в другие страны (эффект заражения). Модели валютных кризисов третьего поколения разработаны Р. Чангом и А. Веласко (модель кризиса ликвидности) [17], С. Раделетом и Дж. Саксом (модель самореализующегося кризиса) [18], Дж. Камински и К. Рейнхарт (модель двойного кризиса) [19], Н. Рубини и Б. Сеттером (модель системного кризиса) [20] и др.

Приведенные модели поколений валютных кризисов активно использовались и используются в теоретическом и прикладном экономическом анализе валютных кризисов. Однако они далеко не совершенны и имеют свои недостатки:

- модели разрабатывались постфактум, носили описательно-теоретический характер и использовались для объяснения прошедших валютных кризисов без учета глобальной экономической динамики, трансформации мировой валютной системы и международных валютных рынков;
- модели не учитывают положения и выводы, а также исследовательский инструментарий теорий валютного курса [21], несмотря на то, что посвящены его падению;
- каждая модель сосредоточена на конкретном одном макроэкономическом факторе, вызвавшем валютный кризис, но на практике к валютному кризису приводит комплекс макроэкономических факторов;
- некоторые виды валютных кризисов не рассматриваются моделями (в частности, суверенизирующие валютные кризисы);
- из-за отсутствия комплексного и интегрированного подхода, а также единого многофакторного анализа модели не предполагают прогнозирования ни валютного кризиса, ни его тяжести, ни его продолжительности.

Указанные недостатки не позволяют в полной мере использовать существующие модели для предупреждения и прогнозирования валютных кризисов, а также для проведения антикризисной политики. Поэтому в данной работе предлагается теория валютно-финансового навеса, ориентированная на устранение имеющихся недочетов в моделировании валютных потрясений.

Теория валютно-финансового навеса

Рыночный валютный курс формируется под влиянием множества факторов, задающих спрос на валюту и ее предложение. В условиях рыночного равновесия спрос на валюту совпадает с ее предложением, а любое отклонение создает валютно-финансовый дисбаланс, нарушая первоначальное равновесие и задавая новое с установлением соответствующего нового валютного курса.

Первый тип валютно-финансового дисбаланса – платежный. Он связан с состоянием общего уровня валютной ликвидности, имеющейся в распоряжении у национальной макроэкономической

системы, главным образом с состоянием платежного баланса, в котором отражаются приток и отток иностранной валюты (табл. 3).

Если приток иностранной валюты превышает ее отток, то предложение иностранной валюты превышает спрос на нее, соответственно, при прочих равных условиях имеются предпосылки для удорожания валютного курса. Возможна обратная ситуация: если отток иностранной валюты превышает ее приток, то спрос на иностранную валюту превышает ее предложение, соответственно, при прочих равных условиях имеются предпосылки для удешевления валютного курса.

Потоки иностранной валюты – не единственный фактор изменения общего уровня валютной ликвидности, на который также влияют запасы иностранной валюты и других валютных ценностей (валютные активы), а также накопленные обязательства перед внешним миром (валютные обязательства). К валютным активам страны относятся золотовалютные резервы, позиции в иностранной валюте в государственных национальных фондах, депозитные счета в иностранной валюте правительственных структур и государственных компаний и т.д. Валютные обязательства представлены главным образом совокупным внешним долгом. С точки зрения рыночного равновесия на валютном рынке валютные активы – это отложенное (зарезервированное) предложение иностранной валюты, а валютные обязательства – это отложенный (предстоящий) спрос на иностранную валюту.

Прирост валютных активов увеличивает запасы валютной ликвидности, а прирост валютных обязательств – их сокращает. Чем больше и доступнее для денежных властей валютные активы, тем больше возможностей для проведения политики по валютной стабилизации. Растущие валютные обязательства создают потенциальное давление на курс национальной валюты.

Практически каждая модель валютных кризисов второго поколения – один из частных случаев платежного дисбаланса. Изменение динамики потоков валютной ликвидности, величины валютных активов и обязательств влияет на стоимость национальной валюты и, соответственно, на вероятность возникновения валютных кризисов.

Второй тип валютно-финансового дисбаланса – инфляционный (ценовой), – который обычно называют инфляционным дифференциалом [22–25]. Идея инфляционного дисбаланса – модифицированный вариант теории паритета покупательной способности, основоположником которой выступает шведский экономист Г. Кассель [26]. Сердцевиной данной теории является закон одной цены: «в условиях совершенной конкуренции один и тот же товар в различных странах имеет одинаковую цену, если она выражена в одной и той же валюте» [26].

Очевидно, что в реальном мире закон одной цены условен по ряду причин: из-за несовершенства конкуренции, наличия транспортных и транзакционных межстрановых издержек, действия тарифных и нетарифных ограничений, различных систем налогообложения и т.д. [27]. Нельзя не отметить, что товары от страны к стране отличаются качеством. Кроме того, многие товары внутри страны являются неторгуемыми и не могут быть замещены иностранными аналогами, поэтому межстрановая ценовая разница между ними для валютного курса не столь значима. Тем не менее в целом закон одной цены справедлив и экономически состоятелен [25, 27].

Представления о единой цене могут быть расширены дальше. Во-первых, если закон работает для каждого товара, значит, он работает для всех товаров (с указанным допущением о торгуемости). Следовательно, группа товаров в различных странах должна иметь одинаковую стоимость, если она выражена в одной и той же валюте. Во-вторых, если цена на товар меняется в одной стране, то цена на этот же товар должна меняться и в другой стране. Следовательно, изменение цены на один и тот же товар в различных странах должно быть одинаково, если такое изменение выражено в одной и той же валюте. В-третьих, если общая стоимость группы товаров меняется в одной стране, то общая стоимость этой же самой группы товаров должна меняться и в другой стране. Следовательно, изменение общего уровня цен в одной стране должно быть таким же, как

в других странах, если это изменение выражено в одной и той же валюте (модифицированный закон единой цены).

В соответствии с модифицированным законом единой цены, если изменение общего уровня цен в первой стране больше изменения общего уровня цен во второй стране, то номинальный валютный курс первой страны должен быть снижен по отношению к номинальному валютному курсу второй страны. Из этого следует, что если темпы инфляции в национальной экономике значительно опережают темпы инфляции в иностранных экономиках, то возникают предпосылки для снижения стоимости курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам. Чем выше рост цен внутри экономики, тем дешевле становятся товары за ее пределами. Поэтому для покупки более дешевых зарубежных товаров национальные макроэкономические агенты приобретают иностранную валюту, то есть формируют дополнительный спрос на нее, что в свою очередь приводит к снижению курса национальной валюты. Как следствие, с учетом нового валютного курса зарубежные товары в национальной валюте дорожают, спрос на них (как и на иностранную валюту на валютном рынке) сокращается – достигается новое равновесное рыночное состояние, в котором спрос на иностранную валюту равен ее предложению. Если разница в темпах инфляции – инфляционный дифференциал – оказывается существенной, то вероятность возникновения валютного кризиса увеличивается. Поэтому при галопирующей и гиперинфляции валютный крах практически неизбежен.

Ускорение темпов инфляции возможно по ряду причин, среди которых макроэкономический экспансионизм. При прочих равных условиях значительное увеличение государственных бюджетных расходов или расширение денежного предложения приводят к повышению общего уровня цен, что, как было показано, через инфляционный дифференциал снижает стоимость национальной валюты. Возникший ценовой дисбаланс можно исправить через изъятие избыточной денежной массы путем проведения валютных интервенций. Однако данная мера осуществима только при наличии достаточного запаса валютной ликвидности.

Валютные кризисы в рамках моделей первого поколения можно рассмотреть как следствие инфляционного дисбаланса. Проинфляционная макроэкономическая политика и проинфляционные факторы через повышение общего уровня цен, опережающее темпы повышения общего уровня цен в других странах создают предпосылки для снижения стоимости обменного курса. Кроме того, несколько моделей валютных кризисов третьего поколения также объяснимы через призму инфляционного дисбаланса, например, модель двойного – банковского и валютного – кризиса. Высокие темпы инфляции вынуждают вкладчиков в национальных коммерческих банках, во-первых, не открывать новые банковские вклады, во-вторых, изымать денежные средства с уже открытых банковских вкладов. Банковская система теряет ликвидность, не может и не способна кредитовать национальную экономику. Вкладчики ожидают, что рост цен будет продолжительным, поэтому вкладывают свои сбережения в валютные ценности. Рост спроса на иностранную валюту приводит к удешевлению курса национальной валюты.

Следующий тип валютно-финансового дисбаланса – процентный. Процентная ставка, устанавливаемая денежными властями как банками банков, задает стоимость денег в экономике и ожидаемую доходность от вложений, предопределяет альтернативные издержки и целевой ориентир для инвесторов и инвестиций (здесь и далее под процентной ставкой подразумевается реальная процентная ставка).

По аналогии с законом одной цены можно сформулировать закон единой процентной ставки: в условиях абсолютной мобильности капитала доходность по национальным и иностранным активам одинакова, если она выражена в одной и той же валюте. При равной доходности в национальных и иностранных активах инвестору все равно, хранить ли денежные средства в национальных или иностранных активах, поэтому номинальный валютный курс находится в равновесии. При изменении процентной ставки меняется доходность, а следом за ней и рыночное равновесие на валютном рынке.

Если иностранные процентные ставки растут, то доходность от каждой вложенной единицы иностранной валюты оказывается выше, чем от каждой вложенной единицы национальной валюты. Для максимизации своей доходности инвесторы отказываются от активов в национальной валюте и предъявляют дополнительный спрос сначала на иностранную валюту, а затем на иностранные активы. Это в свою очередь приводит к снижению курса национальной валюты, которое компенсирует недополученную доходность в национальной валюте. Слишком сильное превышение иностранных процентных ставок над национальными приводит к такому же сильному падению стоимости национальной валюты. При снижении иностранных процентных ставок ситуация прямо противоположная.

При повышении национальных процентных ставок доходность от вложений в национальные активы превышает доходность от вложения в иностранные активы. Для максимизации своей доходности инвесторы отказываются от активов в иностранной валюте, продавая их, тем самым генерируют предложение иностранной валюты на валютном рынке, что укрепляет курс национальной валюты. Как следствие, с учетом нового номинального валютного курса доходность в национальной валюте снижается. При снижении национальных процентных ставок ситуация обратная.

Таким образом, курс национальной валюты растет при росте национальных процентных ставок, а также при падении иностранных процентных ставок. Соответственно, курс национальной валюты снижается при снижении национальных процентных ставок, а также при росте иностранных процентных ставок. Чем больше разница между национальными и иностранными процентными ставками, тем больше процентный дисбаланс. Обвал курса национальной валюты возможен, если иностранные процентные ставки на протяжении длительного времени превышают национальные процентные ставки.

Четвертый тип валютно-финансового дисбаланса – денежный. Как национальная, так и иностранная валюта по своей сути являются деньгами. Совокупность денежных средств формирует денежную массу. Валютный рынок – разновидность денежного рынка. Денежные власти могут влиять на спрос и предложение национальной валюты, тем самым изменяя равновесие не только на денежном рынке, но и на валютном.

Денежное предложение – составляющая баланса денежных властей, например, центрального банка. Такой баланс состоит из двух частей: активов (требований) и пассивов (обязательств) (табл. 4). Изменение одной части баланса приводит к изменению другой его части.

Для упрощения предположим, что активы центрального банка представлены исключительно валютными резервами, а пассивы формируют национальное денежное предложение, поэтому денежное предложение зависит, во-первых, от количества иностранной валюты и, во-вторых, от номинального валютного курса. Если денежное предложение будет увеличено без увеличения количества иностранной валюты, то для сохранения баланса между активами и пассивами стоимость национальной валюты по отношению к иностранной должна быть снижена. В условиях перманентности валютных резервов резкий рост денежной массы способен спровоцировать валютный кризис.

Расширяя денежное предложение, денежные власти делают деньги более дешевыми и доступными. С одной стороны, это ускоряет темпы инфляции, с другой стороны, снижает реальную доходность активов. Поэтому денежный дисбаланс способен привести к возникновению инфляционного и процентного дисбалансов. Большее количество денежных средств позволяет приобрести большее количество товаров, услуг и активов, в том числе за рубежом, что создает дополнительный прирост спроса на иностранную валюту. Следовательно, расширение денежного предложения влияет на спрос на иностранную валюту не только опосредованно через инфляционный и процентный канал, но и собственно денежный.

При неизменной денежной массе за рубежом прирост денежного предложения внутри страны ведет к снижению стоимости национальной валюты, а его сокращение – к увеличению стоимости нацио-

нальной валюты по отношению к иностранным валютам. Соответственно, при неизменной денежной массе внутри страны прирост денежного предложения за рубежом ведет к росту стоимости национальной валюты, а его сокращение – к снижению стоимости национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

Указанные и рассмотренные дисбалансы накапливаются и проявляются в валютном курсе не сразу и не полностью. При этом в условиях фиксированных валютных режимов, когда номинальный валютный курс закреплён на определенном уровне или в границах определенного диапазона, проявление дисбалансов невозможно иначе, чем через проведение девальвации денежными властями. Несмотря на то что при плавающем обменном курсе валютный рынок должен мгновенно улавливать происходящие на стороне спроса и предложения изменения, на практике этого не случается в силу эффекта персистентного накопления, действие которого тем сильнее, чем меньше рыночная гибкость курсообразования.

Эффект персистентного накопления (эффект персистентности) – это аккумуляция и приращение валютно-финансовых дисбалансов без их мгновенного отражения в номинальном валютном курсе. Как уже было отмечено, дисбалансы проявляются, во-первых, не сразу, во-вторых, не полностью. Разница между уже проявившимися и пока не проявившимися в номинальном валютном курсе дисбалансами формирует валютно-финансовый навес. Номинальный валютный курс, скорректированный на величину валютно-финансового навеса, представляет собой реальный или фундаментальный валютный курс. Поэтому валютный кризис – это процесс устранения или минимизации валютно-финансового навеса и приведения номинального валютного курса к его реальному (фундаментальному) значению.

Динамичное приращение валютно-финансового навеса без отражения в номинальном валютном курсе – скрытая форма валютного кризиса. Постоянно растущая величина валютно-финансового навеса указывает на накопление дисбалансов на валютном рынке и в валютной сфере. Чем больше валютно-финансовый навес, тем больше риски возникновения и распространения валютного кризиса. Кроме того, эта величина позволяет оценить не только вероятность наступления валютного потрясения, но и его тяжесть, предсказать потенциальную глубину падения валютного курса.

Накопление дисбалансов и формирование валютно-финансового навеса происходит постепенно. Однако в экстремальных или кризисных экономических ситуациях (при геополитических и глобальных экономических шоках, пессимистичных ожиданиях и панических настроениях вкладчиков или инвесторов и т.д.) дисбалансы проявляются быстрее и отчетливее. С теоретической точки зрения падение валютного курса должно происходить на величину, не превышающую величины валютно-финансового навеса.

Накопление валютно-финансовых дисбалансов, предшествующее валютному краху, происходит на протяжении длительного временного промежутка, обычно нескольких лет. Формирование дисбалансов в годовом разрезе зачастую не так значительно и не критично. Однако небольшое приращение в течение года на протяжении нескольких лет способно образовать значительный по величине валютно-финансовый навес. Скорость его проявления во многом зависит от механизма формирования валютного курса. Абсолютно рыночный механизм увеличивает скорость и мгновенность отражения дисбалансов в номинальном валютном курсе (величина валютно-финансового навеса стремится к нулю). Абсолютно рестриктивный механизм, предполагающий тотальный контроль и полное регулирование процессов формирования обменного курса, блокирует проявление дисбалансов (величина валютно-финансового навеса сильно отлична от нуля) и тем самым искажает значение номинального валютного курса. Абсолютно рестриктивный механизм включает в себя не только проведение валютных интервенций для обеспечения фиксации обменного курса, но и создание дополнительных административных и финансовых барьеров по аккумуляции, распределению и использованию валютных ценностей. Побочным следствием рестриктивного механизма является спонтанно возникшая практика множественности валютных курсов, когда помимо

официального валютного курса, устанавливаемого государством, имеются неофициальные обменные курсы, устанавливаемые теневыми рынками.

С исследовательской позиции интересными представляются две ситуации. Первая ситуация – отрицательная величина валютно-финансового дисбаланса. В этом случае курс национальной валюты должен стремиться к удорожанию, что противоречит пониманию валютного кризиса как ситуации существенного падения стоимости национальной валюты. Вторая ситуация – околонулевая величина валютно-финансового навеса, что свидетельствует об отсутствии каких-либо дисбалансов, а также о соответствии номинального валютного курса фундаментальному (реальному). В этом случае макроэкономические условия для валютного кризиса с точки зрения теории валютно-финансового навеса отсутствуют. Из этого следует гипотеза невозможности: при незначительной величине валютно-финансового навеса валютно-финансовые дисбалансы, если и существуют, то не критичны для устойчивости валютной сферы, поэтому существование валютных кризисов невозможно. Незначительная величина валютно-финансового навеса указывает либо на отсутствие валютно-финансовых дисбалансов как таковых, либо на их взаимное компенсирование и уравнивание, например, платежный и процентный дисбаланс могут формировать предпосылки для укрепления курса национальной валюты, а инфляционный и денежный – для снижения курса национальной валюты.

Модель валютно-финансового навеса

Величина валютно-финансового навеса (CFO) зависит от размеров платежного (PI), инфляционного (II), процентного (RI), денежного (MI) дисбалансов, а также прочих валютно-финансовых дисбалансов и факторов (ε):

$$CFO = CFO(PI; II; RI; MI; \varepsilon). \quad (1)$$

Размер платежного дисбаланса зависит от соотношения изменения чистого валютного притока (ΔCF) и чистого валютного запаса (ΔCR):

$$PI = \Delta CF + \Delta CR, \quad (2)$$

где $\Delta CF = \frac{CF_t - CF_o}{CF_o}$ – изменение чистого валютного притока за период времени t ;

$\Delta CR = \frac{CR_t - CR_o}{CR_o}$ – изменение чистого валютного запаса за период времени t .

Исходя из экономической логики теории валютного финансового навеса, если $PI > 0$, то предложение иностранной валюты превышает спрос на нее. Как следствие, валютно-финансовый навес сокращается ($CFO \downarrow$).

Размер инфляционного дисбаланса зависит от разницы в изменении динамики общего уровня цен в национальной (ΔP_d) и иностранной (ΔP_f) экономике:

$$II = \Delta P_d - \Delta P_f, \quad (3)$$

где $\Delta P_d = \frac{P_{dt} - P_{do}}{P_{do}}$ – изменение общего уровня цен в национальной экономике за период времени t ;

$\Delta P_f = \frac{P_{ft} - P_{fo}}{P_{fo}}$ – изменение общего уровня цен в иностранной экономике за период времени t .

Исходя из экономической логики теории валютного финансового навеса, если $II > 0$, то спрос на иностранную валюту превышает ее предложение. Как следствие, валютно-финансовый навес увеличивается ($CFO \uparrow$).

Процентный дисбаланс определяется разницей в реальных процентных ставках национальной и зарубежной экономик. Поскольку процентные ставки – моментная величина, для определения

размера процентного дисбаланса следует использовать общий уровень реальной доходности за определенный временной промежуток. Например, если в период времени t реальная процентная ставка составляет 5%, а в период времени $(t + 1)$ равна 4%, то общий уровень реальной доходности за периоды t и $(t + 1)$ составит 1,092. Размер процентного дисбаланса определяется следующим образом:

$$RI = R_d - R_f, \quad (4)$$

где R_d – накопленный уровень общей доходности в национальной экономике за период времени t ;

R_f – накопленный уровень общей доходности в иностранной экономике за период времени t .

Исходя из экономической логики теории валютного финансового навеса, если $RI > 0$, то предложение иностранной валюты превышает спрос на нее. Как следствие, валютно-финансовый навес сокращается ($CFO \downarrow$).

Размер денежного дисбаланса зависит от изменения разницы в динамике денежного предложения в национальной (ΔM_d) и иностранной (ΔM_f) экономиках:

$$MI = \Delta M_d - \Delta M_f, \quad (5)$$

где $\Delta M_d = \frac{M_{dt} - M_{do}}{M_{do}}$ – изменение денежного предложения в национальной экономике за период времени t ;

$\Delta M_f = \frac{M_{ft} - M_{fo}}{M_{fo}}$ – изменение денежного предложения в иностранной экономике за период времени t .

Исходя из экономической логики теории валютного финансового навеса, если $MI > 0$, то спрос на иностранную валюту превышает ее предложение. Как следствие, валютно-финансовый навес увеличивается ($CFO \uparrow$).

Таким образом, исходя из математических выражений (1)–(5) и экономической логики теории валютно-финансового навеса, величина валютно-финансового навеса определяется следующим образом:

$$CFO = -\alpha(\Delta CF + \Delta CR) + \beta(\Delta P_d - \Delta P_f) - \gamma(R_d - R_f) + \delta(\Delta M_d - \Delta M_f) + \varepsilon, \quad (6)$$

где $\alpha, \beta, \gamma, \delta$ – коэффициенты чувствительности (в частном случае $\alpha = \beta = \gamma = \delta = 1$).

Предположим, что изначально фундаментальный (реальный) валютный курс (E_{real_0}) равен номинальному ($E_{nominal_0}$):

$$E_{real_0} = E_{nominal_0}. \quad (7)$$

Через промежуток времени t соотношение спроса и предложения иностранной валюты поменялось и установилось новое рыночное равновесие, при котором номинальный валютный курс изменился ($E_{nominal_t}$). В силу наличия макроэкономических дисбалансов и действия эффекта персистентности новый реальный валютный курс (E_{real_t}) будет определяться с учетом величины валютно-финансового навеса:

$$E_{real_t} = E_{nominal_t} + CFO(E_{nominal_0}). \quad (8)$$

Чем меньше величина валютно-финансового навеса, тем ближе номинальный валютный курс к своему фундаментальному (реальному) значению и тем меньше макроэкономических условий для возникновения валютного кризиса. Если темпы прироста величины валютно-финансового навеса значительно превышают темпы прироста номинального валютного курса, то риски обвала валютного курса высоки.

Заключение

Многочисленность и регулярность валютных потрясений на протяжении последних 50 лет указывают на наличие валютной кризисогенности как финансово-экономического феномена. Великая эпоха валютных кризисов 1980-х и 1990-х гг., характеризующаяся не только большим количеством,

но и значительной тяжестью обвалов обменных курсов, – яркое тому подтверждение. Непрерывная трансформация глобальной экономики и мировой валютной системы порождает новые формы валютных дисбалансов, что подрывает устойчивость национальных валют.

Современный теоретический и прикладной экономический анализ валютных кризисов опирается на три поколения моделей валютных кризисов. Ключевыми недостатками такого подхода являются односторонность, отсутствие универсальности и комплексности, непринятие во внимание многообразия валютных потрясений и причин, их вызвавших. Кроме того, эти модели в полной мере не позволяют прогнозировать обвал и оценивать тяжесть обвала обменных курсов. Несмотря на то что экономическая наука имеет целый раздел, посвященный теориям валютного курса, существующий теоретический инструментарий по анализу валютного курса игнорируется при исследовании валютных кризисов. Предложенная теория валютно-финансового навеса и соответствующая ей экономико-математическая модель – попытка исправить данный недочет.

Валютно-финансовый навес образуется из-за различных валютно-финансовых дисбалансов и вследствие действия эффекта персистентного накопления, который тем сильнее, чем меньше рыночная гибкость в формировании валютного курса. Валютно-финансовый навес проявляется не сразу и постепенно под воздействием экстремальных и кризисных экономических обстоятельств. Его величина позволяет оценить фундаментальный (реальный) валютный курс, а также предсказать глубину падения обменного курса и, соответственно, тяжесть протекания валютного кризиса. Чем больше величина валютно-финансового навеса, тем больше вероятность наступления валютного кризиса и тем тяжелее и дольше он будет протекать. Поэтому для предупреждения валютных потрясений денежным властям следует периодически оценивать величину и динамику величины валютно-финансового навеса, используя необходимые макроэкономические инструменты для минимизации такой величины.

Таблица 1

Количество годовых эпизодов валютных кризисов с глубиной падения курса национальной валюты от 15% и выше до 55 % и выше

Table 1

Number of annual episodes of currency crises with a national currency exchange rate decline of 15% or more, up to 55% and more

Период	Глубина падения курса национальной валюты								
	>15%	>20%	>25%	>30%	>35%	>40%	>45%	>50%	>55%
1958 –1959 гг.	30	15	14	11	9	9	6	6	5
1960 –1969 гг.	69	55	48	37	30	26	22	22	20
1970 –1979 гг.	111	90	75	67	58	54	51	46	35
1980 –1989 гг.	319	259	218	187	169	161	151	146	130
1990 –1999 гг.	363	295	260	221	207	182	171	158	147
2000 –2009 гг.	157	105	71	59	50	45	36	34	32
2010 –2019 гг.	153	95	60	53	44	41	34	28	26
2020 –2024 гг.	73	56	46	36	33	27	23	18	16
1958 –2024 гг.	1 275	970	792	671	600	545	494	458	411

Источник: авторская разработка на основе статистических данных Банка международных расчетов.
URL: <https://data.bis.org/topics/XRU/data>

Source: Authoring, based on statistical data of the Bank for International Settlements (BIS).
URL: <https://data.bis.org/topics/XRU/data>

Таблица 2

Количество годовых эпизодов валютных кризисов с глубиной падения курса национальной валюты от 60% и выше до 100% и выше

Table 2

Number of annual episodes of currency crises with a national currency exchange rate decline of 60% or more, up to 100% and more

Период	Глубина падения курса национальной валюты								
	>60%	>65%	>70%	>75%	>80%	>85%	>90%	>95%	>100%
1958 –1959 гг.	5	4	2	1	0	0	0	0	0
1960 –1969 гг.	20	20	17	16	14	12	11	11	8
1970 –1979 гг.	32	30	27	26	23	20	20	20	19
1980 –1989 гг.	121	112	104	97	92	86	81	79	75
1990 –1999 гг.	139	128	123	111	104	98	92	87	81
2000 –2009 гг.	31	27	24	23	22	21	20	19	17
2010 –2019 гг.	17	17	16	13	11	9	8	8	7
2020 –2024 гг.	14	13	13	11	11	10	9	9	8
1958 –2024 гг.	379	351	326	298	277	256	241	233	215

Источник: авторская разработка на основе статистических данных Банка международных расчетов.
URL: <https://data.bis.org/topics/XRU/data>

Source: Authoring, based on statistical data of the Bank for International Settlements (BIS).

URL: <https://data.bis.org/topics/XRU/data>

Таблица 3

Потоки иностранной валюты с позиции платежного баланса

Table 3

Foreign currency flows from the balance of payments perspective

Показатель	Характеристики
Приток иностранной валюты (кредит платежного баланса)	Экспорт товаров и услуг.
	Экспорт факторных услуг.
	Полученные текущие трансферты.
	Полученные капитальные трансферты.
	Экспорт внутренних и иностранных активов
Отток иностранной валюты (дебет платежного баланса)	Импорт товаров и услуг.
	Импорт факторных услуг.
	Выплаченные текущие трансферты.
	Выплаченные капитальные трансферты.
	Импорт внутренних и иностранных активов

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 4
Баланс центрального банка

Table 4
The Central Bank's balance sheet

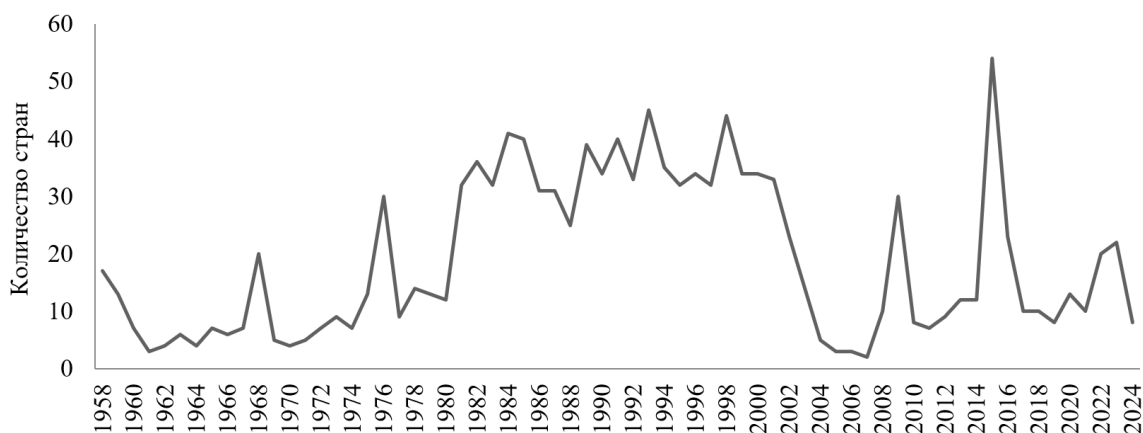
Баланс	Содержание
Активы	Золотовалютные резервы. Иностранные валютные резервы. Кредиты, предоставленные коммерческим банкам. Кредиты, предоставленные правительству. Размещенные в центральном банке депозиты. Вложения в ценные бумаги. Прочие активы
Пассивы	Наличные деньги в обращении. Депозиты коммерческих банков. Обязательные резервы коммерческих банков. Депозиты правительства. Ценные бумаги, выпущенные центральным банком. Капитал центрального банка. Прочие обязательства

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 1
Динамика частоты обвалов обменных курсов в период с 1958 по 2024 г.

Figure 1
Dynamics of frequency of exchange rate collapse between 1958 and 2024



Источник: авторская разработка на основе статистических данных Банка международных расчетов.
URL: <https://data.bis.org/topics/XRU/data>

Source: Authoring, based on statistical data of the Bank for International Settlements (BIS).
URL: <https://data.bis.org/topics/XRU/data>

Список литературы

1. Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе: Восемь столетий финансового безрассудства. М.: Карьера Пресс, 2010. 470 с.
2. Станик Н.А., Крайнюков Н.И. Модель кризиса Кругмана и сингулярно возмущенные уравнения // Финансовые рынки и банки. 2022. № 3. С. 69–75. EDN: OZTRGD
3. Тарасов М.Ю. Трансформация мировой валютной системы: от Парижского к Постямайскому международному валютному порядку // Экономические отношения. 2025. Т. 15. № 2. С. 289–310. DOI: 10.18334/eo.15.2.122473 EDN: АУСАКТ
4. Кабир Л.С., Яковлев И.А., Савинский С.П. и др. Преимущества и угрозы режима плавающего валютного курса // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2015. Т. 11. № 41. С. 2–12. EDN: UNEYQR
5. Капелюшников Р.И. Приключения «неолиберализма» // Логос. 2022. Т. 32. № 4. С. 1–50. DOI: 10.22394/0869-5377-2022-4-1-49 EDN: ILFPPA
6. Ананьин О.И., Хаиткулов Р.Г., Шестаков Д.Е. Вашингтонский консенсус: пейзаж после битв // Мировая экономика и международные отношения. 2010. № 12. С. 15–27. EDN: NXUMSD
7. Мёрфи А., Сабов З.А. Финансовые и валютные кризисы: возможные пути преодоления // Финансы и бизнес. 2006. Т. 2. № 1. С. 5–24.
8. Ayres J., Garcia M., Guillén D.A., Kehoe P.J. The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960–2016. *NBER Working Paper Series*, 2019, vol. 25421, 62 p. DOI: 10.3386/w25421
9. Burns E.B. A History of Brazil. 3d ed. New York, Columbia University Press, 1993, 544 p.
10. Авдеева Е.Г. Валютные кризисы: модели третьего поколения // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2010. № 4. С. 31–39. EDN: NCEHLR
11. Krugman P. Currencies and Crises. Cambridge, The MIT Press, 1995, 240 p.
12. Flood R.P., Garber P.M. Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, 1984, vol. 17, pp. 1–13.
13. Connolly M.B., Taylor D. The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1984, vol. 16, no. 2, pp. 194–207. DOI: 10.2307/1992545
14. Моиссеев С.Р. Центральный банк и политика валютного курса. М.: Дело, 2017. 622 с.
15. Obstfeld M. Rational and self-fulfilling balance of payments crises. *The American Economic Review*, 1986, vol. 76, no. 1, pp. 72–81.
16. Obstfeld M. Destabilizing effects of exchange-rate escape clauses. *Journal of International Economics*, 1997, vol. 43, iss. 1-2, pp. 61–77. DOI: 10.1016/S0022-1996(96)01460-2
17. Chang R., Velasco A. The Asian Liquidity Crisis. *FRB Atlanta Working Paper*, 1998, no. 98-11.
18. Radelet S., Sachs J. The Onset of the East Asian Financial Crisis. In: Krugman P. (ed.) *Currency Crises*. University of Chicago Press, 2000, pp. 105–153.
19. Kaminsky G.L., Reinhart C.M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *The American Economic Review*, 1999, vol. 89, no. 3, pp. 473–500. DOI: 10.1257/aer.89.3.473 EDN: GRLFAP
20. Ибрагимов Ф.К. Анализ динамики валютного сегмента МФР в период кризисогенности мировой экономики // Вестник Евразийской науки. 2025. Т. 17. № S3. EDN: NEOOBJ

21. Панилов М.А. Развитие теорий валютного курса и эволюция принципов его моделирования // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 4. С. 261–284. EDN: KVCYQV
22. Гурвич Е., Соколов В., Улюкаев А. Оценка вклада эффекта Балассы-Самуэльсона в динамику реального обменного курса рубля // Вопросы экономики. 2008. № 7. С. 12–30. DOI: 10.32609/0042-8736-2008-7-12-30 EDN: JTXGYD
23. Серков Л.А. Межрегиональный инфляционный дифференциал как следствие неоднородности российского экономического пространства // Экономика региона. 2020. Т. 16. № 1. С. 325–339. DOI: 10.17059/2020-1-24 EDN: PSWHBT
24. Zakaria M., Tanveer S., Fida B.A., ul Husnain M.I. Inflation Differential Pass-Through to Exchange Rate: Some Evidence from Pakistan. *SAGE Open*, 2023, vol. 13, iss. 4. DOI: 10.1177/21582440231221316 EDN: JVEYKA
25. Миргасан С.М. Теория паритета покупательной способности, схожие и отличительные черты с валютным курсом // Вестник Московского финансово-юридического университета. 2021. № 1. С. 21–30. DOI: 10.52210/2224669X_2021_1_21 EDN: SGFBKG
26. Cassel G. The Present Situation of the Foreign Exchanges. *The Economic Journal*, 1916, vol. 26, no. 103, pp. 319–323. DOI: 10.2307/2221918
27. Котелкин С.В. Парадокс межстрановой компаративистики: паритет покупательной силы и «международные доллары» // Проблемы современной экономики. 2022. № 1. С. 123–127. EDN: ABRQGG

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**INTRODUCTION TO THE THEORY OF CURRENCY OVERHANG:
RETHINKING CURRENCY CRISES**DOI: <https://doi.org/10.24891/enfozx>EDN: <https://elibrary.ru/enfozx>**Mikhail Yu. TARASOV**Russian Foreign Trade Academy of Ministry of Economic Development of the Russian Federation
(RFTA), Moscow, Russian Federation

e-mail: tarasov.mihal@yandex.ru

ORCID: 0009-0005-9038-9842

Article history:

Article No. 536/2025

Received 18 Aug 2025

Accepted 29 Aug 2025

Available online

25 Dec 2025

JEL Classification:

F31, F33, F47, O24

Keywords: crisis risk,
exchange rate, currency
crisis, monetary system**Abstract****Subject.** The article discusses currency crises as a form of manifestation of the crisis-proneness of the global economy and the world monetary system.**Objectives.** The purpose is to develop a new theory to explain the mechanism of currency crises, and on its basis to create a mathematical model as an alternative to the models of currency crises of three generations.**Methods.** The study draws on methods of economic abstraction and generalization, formalization and idealization, analysis and synthesis, economic and mathematical modeling. The empirical material is based on data from the Bank for International Settlements processed under statistical and graphical methods. The new concept of currency crises rests on theoretical and methodological tools of exchange rate theories.**Results.** I analyzed the nominal exchange rate dynamics in 144 countries from 1958 to 2024 and confirmed the currency crisis-proneness of the modern global economy. I compared and generalized models of currency crises of three generations, analyzed their main disadvantages, offered my own theory of currency overhang, on which basis I considered various currency imbalances, formulated the effect of persistent accumulation and the hypothesis of impossibility. Furthermore, I developed a mathematical model to determine the size of currency overhang and predict currency crisis.**Conclusions.** Currency overhang is manifested in extreme and crisis-prone economic circumstances, the speed of its manifestation depends on the degree of market flexibility (restrictiveness) of the exchange rate formation mechanism. The greater the size of currency overhang, the greater the likelihood of a currency crisis and its severity.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2025

Please cite this article as: Tarasov M. Yu. Introduction to the theory of currency overhang: Rethinking currency crises. *Finance and Credit*, 2025, iss. 12, pp. 226–244. DOI: 10.24891/enfozx EDN: ENFOZX**References**

1. Reinhart K.M., Rogoff K.S. *Na etot raz vse budet inache: Vosem' stoletii finansovogo bezrassudstva* [This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly]. Moscow, Kar'era Press Publ., 2010, 470 p.
2. Stanik N.A., Krainyukov N.I. [Krugman's crisis model and singularly perturbed equations]. *Finansovye rynki i banki*, 2022, no. 3, pp. 69–75. (In Russ.) EDN: OZTRGD

3. Tarasov M.Yu. [The transformation of the international monetary system: From the Paris agreement to the Post-Jamaica international monetary order]. *Ekonomicheskie otnosheniya*, 2025, vol. 15, no. 2, pp. 289–310. (In Russ.) DOI: 10.18334/eo.15.2.122473 EDN: AYCAKT
4. Kabir L.S., Yakovlev I.A., Savinskii S.P. et al. [Benefits and threats of the floating exchange rate regime]. *Natsional'nye interesy: priority i bezopasnost'*, 2015, vol. 11, no. 41, pp. 2–12. (In Russ.) EDN: UNEYQR
5. Kapelyushnikov R.I. [The Adventures of "Neoliberalism"]. *Logos*, 2022, vol. 32, no. 4, pp. 1–50. (In Russ.) DOI: 10.22394/0869-5377-2022-4-1-49 EDN: ILFPPA
6. Anan'in O.I., Khaitkulov R.G., Shestakov D.E. [The Washington Consensus: The Landscape after the Battles]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*, 2010, no. 12, pp. 15–27. (In Russ.) EDN: NXUMSD
7. Merfi A., Sabov Z.A. [Financial and currency crises: Possible ways to overcome]. *Finansy i biznes*, 2006, vol. 2, no. 1, pp. 5–24. (In Russ.)
8. Ayres J., Garcia M., Guillén D.A., Kehoe P.J. The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960–2016. *NBER Working Paper Series*, 2019, vol. 25421, 62 p. DOI: 10.3386/w25421
9. Burns E.B. A History of Brazil. 3d ed. New York, Columbia University Press, 1993, 544 p.
10. Avdeeva E.G. [Currency crises: Third generation models]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6. Ekonomika*, 2010, no. 4, pp. 31–39. (In Russ.) EDN: NCEHLR
11. Krugman P. Currencies and Crises. Cambridge, The MIT Press, 1995, 240 p.
12. Flood R.P., Garber P.M. Collapsing exchange-rate regimes: Some linear examples. *Journal of International Economics*, 1984, vol. 17, pp. 1–13.
13. Connolly M.B., Taylor D. The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1984, vol. 16, no. 2, pp. 194–207. DOI: 10.2307/1992545
14. Moissev S.R. *Tsentral'nyi bank i politika valyutnogo kursa* [The Central Bank and exchange rate policy]. Moscow, Delo Publ., 2017, 622 p.
15. Obstfeld M. Rational and self-fulfilling balance of payments crises. *The American Economic Review*, 1986, vol. 76, no. 1, pp. 72–81.
16. Obstfeld M. Destabilizing effects of exchange-rate escape clauses. *Journal of International Economics*, 1997, vol. 43, iss. 1-2, pp. 61–77. DOI: 10.1016/S0022-1996(96)01460-2
17. Chang R., Velasco A. The Asian Liquidity Crisis. *FRB Atlanta Working Paper*, 1998, no. 98-11.
18. Radelet S., Sachs J. The Onset of the East Asian Financial Crisis. In: Krugman P. (ed.) *Currency Crises*. University of Chicago Press, 2000, pp. 105–153.
19. Kaminsky G.L., Reinhart C.M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *The American Economic Review*, 1999, vol. 89, no. 3, pp. 473–500. DOI: 10.1257/aer.89.3.473 EDN: GRLFAP
20. Ibragimov F.K. [Analysis of the dynamics of the currency segment of the international financial market during the global economic crisis]. *Vestnik Evraziiskoi nauki*, 2025, vol. 17, no. S3. (In Russ.) EDN: NEOOBJ
21. Panilov M.A. [Exact rate theories development and evolution of its modeling principles]. *Audit i finansovyi analiz*, 2009, no. 4, pp. 261–284. (In Russ.) EDN: KVCYQV

22. Gurvich E., Sokolov V., Ulyukaev A. [Assessment of the contribution of the Balassa-Samuelson effect to the dynamics of the real exchange rate of ruble]. *Voprosy ekonomiki*, 2008, no. 7, pp. 12–30. (In Russ.) DOI: 10.32609/0042-8736-2008-7-12-30 EDN: JTXGYD
23. Serkov L.A. [Inter-regional inflation differential as a consequence of the heterogeneity of the Russian economic space]. *Ekonomika regiona*, 2020, vol. 16, no. 1, pp. 325–339. (In Russ.) DOI: 10.17059/2020-1-24 EDN: PSWHBT
24. Zakaria M., Tanveer S., Fida B.A., ul Husnain M.I. Inflation Differential Pass-Through to Exchange Rate: Some Evidence from Pakistan. *SAGE Open*, 2023, vol. 13, iss. 4. DOI: 10.1177/21582440231221316 EDN: JVEYKA
25. Mirgasan S.M. [The theory of purchasing power parity, similarities and differences with the exchange rate]. *Vestnik Moskovskogo finansovo-yuridicheskogo universiteta*, 2021, no. 1, pp. 21–30. (In Russ.) DOI: 10.52210/2224669X_2021_1_21 EDN: SGFBKG
26. Cassel G. The Present Situation of the Foreign Exchanges. *The Economic Journal*, 1916, vol. 26, no. 103, pp. 319–323. DOI: 10.2307/2221918
27. Kotelkin S.V. [The paradox of cross-country comparative view: The parity of purchasing power and "international dollars"]. *Problemy sovremennoi ekonomiki*, 2022, no. 1, pp. 123–127. (In Russ.) EDN: ABRQGG

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.