

# Гиперинфляция и финансовая стабилизация в Тайване

Александр КОВАЛЁВ



Доцент кафедры менеджмента  
Белорусского национального  
технического университета, кандидат  
экономических наук

**Ключевые слова:***гиперинфляция, Тайвань, обменный курс, процентные ставки.*

После Второй мировой войны кроме европейских стран в орбиту гиперинфляции были вовлечены также Китай, Тайвань и Филиппины. Особенность тайваньского опыта состоит в том, что для успешной финансовой стабилизации активно использовались обменный курс в качестве номинального якоря и процентные ставки для иммобилизации денежной массы. При этом не только не произошло стабилизации бюджета, но и не было условий для его будущей стабилизации.

Природа происхождения тайваньской гиперинфляции – гигантский бюджетный дефицит (как и в других случаях гиперинфляции). С 1895 г. Тайвань являлся колонией Японии, поэтому Банк Тайваня в течение Второй мировой войны был вынужден покупать облигации военных займов для финансирования японских военных расходов. За период с декабря 1940 г. по август

1945 г., когда Япония капитулировала, денежная масса выросла на 807%. Скачок цен в момент капитуляции был неизбежен – индекс цен вырос с 242 в июле до 1 171,7 в августе и 2 585,8 в сентябре [3].

Фактическое возвращение под юрисдикцию Китая произошло в ноябре 1945 г. Банк Тайваня сразу же запретил обращение банкнот, выпущенных после капитуляции Японии, и внедрил программу специальных обязательных депозитов для всех остальных банкнот, выпущенных в «японский период». Программа привела к сокращению денежной массы на 20% за месяц. Изолированность Тайваня и Маньчжурии подталкивала правительство Китая к созданию специальных валютных зон. Правительство провинции Тайвань имело право корректировать процентные ставки в соответствии с местным, а не шанхайским изменением покупательной силы денег. А с мая 1946 г. Банк Тайваня был уполномочен выпускать новую локальную валюту *taipi yuan* на сумму 5,3 млрд. юаней, резервом для покрытия которой служил общий золотой запас Китая. Взаимосвязь темпов роста цен и денежной массы показана в *таблице 1*.

Но политика финансирования дефицита денежной эмиссией уже в рамках китайского государства была продолжена, поскольку разразилась вооруженная борьба между националистическим правительством и коммунистическими повстанцами. Данных по бюджету Тайваня нет до 1950 г., но в июне 1948 г. Банк Тайваня выдал 78,2% всех кредитов, причем 70,3% из них – правительству Тайваня и государственным предприятиям, а в мае 1949 г. – 90% всех кредитов, из которых 82% распределялись госсектору [6].

С конца 1947 г. инфляционное давление усугубилось «бегством капитала» из материкового Китая. Фиксированный обменный курс между *taipi yuan* и *fapi yuan* – основной китайской валютой – плюс контроль националистического правительства и над Центральным банком Китая, и над Банком Тайваня создали идеальный передаточный механизм для перетока валюты. Ухудшение положения на материке вело к обесценению *fapi yuan*, а поскольку Банк Тайваня должен был принимать ее по завышенному курсу, валюта перемещалась на Тайвань. После денежной реформы в августе 1948 г. в материковом Китае *fapi yuan* был обменен на новую валюту – золотой юань – по курсу 3 000 000:1, но корректировки кросс-курса не произошло – 1 юань обменивался на 1 835 *taipi yuan*, и курс этот также был завышен. С августа по октябрь денежная масса в Тайване удвоилась, а темпы роста цен достигли 109,6% в октябре и 96% в ноябре. Банк Тайваня прекратил прием депозитов в юанях 23 октября, а с 1 ноября скорректировал курс до 1 000 *taipi yuan* за 1 золотой юань [2]. Это привело к оттоку капитала на материк в ноябре, но уже в декабре приток снова возобновился, поскольку угроза военного поражения националистического правительства и выпуск денег для финансирования военных расходов обесценивали юань, снова побуждая владельцев активов перемещать их в Тайвань. В условиях фиксированного курса можно говорить об «импорте» денежной массы и инфляции [1].

Первые пять месяцев 1949 г. темпы роста цен в Тайване находились на гиперинфляционном уровне или около него, превысив в мае 100-процентную отметку

Таблица 1

## Темпы роста денежной массы и цен

Период	Темпы роста цен, % в месяц	Темпы роста денежной массы, % в месяц
1946 г.	11,3	9,8
1947 г.	18,5	9,8
1948 г.	22,5	23,8
Январь 1949 г.	45,3	41,6
Февраль 1949 г.	56,8	26,1
Март 1949 г.	35,7	18,8
Апрель 1949 г.	46,5	42,8
Май 1949 г.	104,8	118,7

Источники: [2; 6].

(таблица 1). Банк Тайваня незамедлительно предпринял контрмеры – с 20 мая была запущена программа золотых сберегательных депозитов, а 15 июня правительство в дополнение к ней объявило о программе финансовой стабилизации, включавшей следующие элементы:

- вместо *taipi yuan* в оборот вводился новый тайваньский доллар (NT\$);

- обмен на новую валюту проводился по курсу 40 000:1;

- Банк Тайваня получил от правительства золото, серебро и товарные резервы, на него были возложены многие из функций центрального банка;

- определен предельный объем выпуска денег – 200 млн. новых тайваньских долларов со 100-процентным покрытием;

- установлен фиксированный обменный курс нового тайваньского доллара к доллару США по курсу 5:1 [6].

Вся программа была нацелена на создание доверия к новой валюте, при том что привычных для стабилизационных программ институциональных изменений не произошло – не был создан полностью независимый центральный банк, не был стабилизирован бюджет. Однако возможность сохранения ценности новой валюты через золотые депозиты способствовала росту спроса на них, о чем свидетельствовала динамика цен и денежной массы во второй половине 1949 г. С июня по декабрь цены выросли на 82%, в то время как денежный агрегат M1 – на 99%,

а M2 – на 90% [6], что свидетельствует о сокращении скорости обращения денег, свойственном росту доверия к валюте. К моменту прекращения программы в июне 1950 г. субъектам экономики было продано 1,4 млн. унций золота и 6,6 млн. долл. [4], что основательно уменьшило золотовалютные резервы. Обменный курс черного рынка уже к концу 1949 г. составлял 8:1, однако в целом программа золотых депозитов оказала позитивное воздействие на стабилизацию цен. За 1950 г. темпы роста цен составили 89%, при этом к июню был превышен установленный потолок выпуска денег, что потребовало получения разрешения на эмиссию дополнительных 50 млн. новых тайваньских долларов.

С марта 1950 г. Банком Тайваня начала реализовываться новая депозитная программа – PIR (Preferential Interest Rate) Deposit Program, основанная на положительной процентной ставке. Ставка по таким срочным депозитам составляла 7% в месяц, депозиты принимались на срок 1, 3, 6 и 12 месяцев. Выгодность депозитов даже в условиях высокой инфляции подтверждается ростом их объема с 2 млн. новых тайваньских долларов в январе 1950 г. до 37 млн. новых тайваньских долларов (это составляло 13% денег повышенной мощности) в августе [6]. С июля процент был снижен до 3,5 в месяц, а в октябре – до 3, в марте 1951 г. перед угрозой роста цен ставка была повышена до 4,2%. Гибкая процентная по-

литика выступала инструментом «иммобилизации» – поглощения излишков ликвидности. При этом увеличение коэффициента «депозиты/наличные» на первый взгляд создавало возможность разбухания предложения денег, но поскольку проценты по PIR-программе были установлены выше равновесного уровня, желающих кредитоваться под такую ставку оказалось недостаточно, излишек наличности абсорбировался банковской системой [4].

В целом к концу 1950 г. уровень покрытия банкнот золотом составлял 80%, что позволило в феврале 1951 г. получить разрешение на повышение «потолка» еще на 95 млн. новых тайваньских долларов. За 1951 г. цены выросли на 53%, при том что депозиты к сентябрю составили 30% денег повышенной мощности. Проценты по PIR-депозитам по мере сокращения темпов инфляции приближались к ставкам по обычным депозитам – если в апреле 1950 г. ставка по трехмесячным PIR-депозитам в пересчете на год составляла 108%, то к концу 1951 г. – 54%, а к декабрю 1952 г. – 25,8% при неизменных за весь этот период 19,8% по обычным депозитам [3]. По итогам 1952 г. можно говорить о полной финансовой стабилизации – темпы инфляции составили 3,2%.

Важнейшим фактором успеха послужили системные изменения в бюджете. Общее сокращение дефицита сочеталось с изменением источников его финансирования – с 1950 г. вместо эмиссии стала активно применяться продажа облигаций государственного займа. Как видно из таблицы 2, в 1950 г. так было профинансировано более четверти, а в 1951 г. – 2/3 дефицита.

PIR-депозиты также выступали источником финансирования общественных финансов: редепозитированные суммы по программе в Банке Тайваня в 1951 г. составили 125 млн. новых тайваньских долларов, или 40% от величины бюджетного дефицита. Эти фонды могли использоваться как деньги повышенной мощности для финансирования правительства. Интересно, что в целях стабилизации после Второй мировой войны правительства искали

различные инструменты дополнительного финансирования. В Греции, например, для приобретения товаров применялись золотые соверены, в Венгрии происходила индексация депозитов, но только тайваньский механизм «связывания» денежной массы в депозиты оказал положительное влияние на замедление инфляции [6].

Важным источником достижения ценовой стабильности стала также программа помощи, объявленная в июне 1950 г. Помощь США составила в 1950 г. 12% от ВВП Тайваня [3], однако необходимо подчеркнуть, что началась она спустя 13 месяцев после объявления о программе стабилизации гиперинфляции, да и программа PIR-депозитов начала действовать спустя 9 месяцев, когда темпы роста цен уже давно не были угрожающими.

Уникальность тайваньской стабилизации заключается в том, что хозяйствующие субъекты приняли ее как отказ от продолжения политики эмиссионного финансирования бюджетного дефицита без соответствующих институциональных изменений. На самом деле не произошло ни стабилизации бюджета, ни какого-либо изменения монетарного режима. Реальные кассовые остатки, отражающие спрос на деньги, немедленно увеличились после программы июня 1949 г. и (с учетом средств в PIR-депозитах) неизменно повышались в дальнейшем.

Интересным аспектом исследования тайваньского эпизода явились издержки, которые несет в себе инфляция с точки зрения микроэкономической неэффективности. Надуманная концепция «сбалансированной

инфляции», кочующая по учебникам макроэкономики, не может быть ни доказана логически, ни подтверждена историческими примерами. Для пропорционального изменения всех товарных цен необходимо выполнение целого ряда маловероятных допущений – одновременного получения всеми хозяйствующими субъектами одинакового приращения денежной массы, одинаковой эластичности спроса на все товары у всех потребителей по доходу и по цене, предложения на все товары у всех производителей, одинаковой траектории роста у всех фирм и т. д. В действительности любая инфляция ведет к изменению относительных цен и отраслевому перераспределению ресурсов. При этом в тайваньском случае гиперинфляции, как и в других, обнаружена положительная взаимосвязь между темпом инфляции и дисперсией как внутриотраслевых, так и межотраслевых цен [5].

Макинен – Вудворд [6] обнаружили интересный эффект, проверяя на тайваньских данных гипотезу, высказанную в работе [8], о наличии каузальной зависимости темпов роста денежной массы от темпов инфляции в предыдущем периоде. Заключается он в том, что правительство привыкло получать от выпуска денег определенную сумму, для этого оно вынуждено в условиях сокращения денежной массы ускорять темпы эмиссии. Возникает специфическое ощущение, что инфляция порождает создание денег. В соответствии с тестом Грейнджера – Симса на причинность в период гиперинфляции (1945–1949) оказалось невозможным отвергнуть гипотезу о наличии связи

«от денег к ценам», но гипотеза отсутствия причинности «от цен к деньгам» отвергается, т. е. идея Сарджента – Уоллеса подтверждается. Среднемесячные темпы роста цен, максимизирующие сеньораж, составляли 21,79% [7].

Экономический рост после внедрения стабилизационной программы продолжался, хотя темпы роста ВВП были ниже, чем в 1947–1949 гг. Этот факт вполне можно объяснить послевоенной разрухой и неизбежностью высоких темпов роста в период восстановления. По безработице статистических данных нет до 1951 г., когда ее уровень был равен 7,8%. В последующие четыре года он составлял около 8% [6], так что говорить о каких-либо издержках стабилизационной программы не имеет смысла.

\* \* \*

Таким образом, причиной Тайваньской гиперинфляции, как и остальных, было финансирование бюджетного дефицита выпуском денег. При этом ее особенностями были обусловлены специфическими институциональными чертами: первый виток гиперинфляции наблюдался при переходе Тайваня от капитализированной Японии к Китаю; затем, будучи частью Китая, Тайвань выпускал собственный юань при фиксированном курсе с «материковым» юанем, что привело к «импорту» денег и цен из-за более быстрого обесценения денег на материке. Все три депозитные программы – по японским банкнотам, золотым и PIR-депозитам – достигли намеченных целей воздействия на денежный рынок. Депозитные программы послужили серьезным дополне-

Таблица 2

**Бюджет Тайваня, 1950 – 1953 гг., млн. NT\$**

Показатель/Год	1950	1951	1952	1953
Расходы	1 954	2 430	3 576	3 745
Доходы	1 587	2 121	3 521	3 847
Дефицит/профицит	- 367	- 309	- 55	+ 102
Дефицит, % от расходов	19	13	2	-
Продажа облигаций	96	195	105	29

Источник: [6].

нием к стабилизационной программе, впервые осуществленной без изменения бюджетного и монетарного режимов. Рост доверия хозяйственных субъектов, подкрепленный гибкой процентной

политикой, позволившей имобилизовать излишки денежной массы, оказал на экономику воздействие, идентичное другим стабилизационным программам – росту реальной денежной массы

и сокращению годовой инфляции до однозначных цифр.

\* \* \*

*Материал поступил 15.07.2017.*

**Источники:**

1. Burdekin, R. *China's Monetary Challenges: Past Experiences and Future Prospects* / R. Burdekin. – Cambridge University Press. – 2008.
2. Burdekin, R. *Exporting Hyperinflation: The Long Arm of Chiang Kai-shek* / R. Burdekin and I.H. Hsin-Hui Whited // *Claremont Colleges Working Paper*. – June, 2001.
3. Burdekin, R. *Multiple Regime Shifts and Multiple Ends of the Taiwanese Hyperinflation, 1945–1953* / R. Burdekin and I.H. Hsin-Hui Whited // *Southern Economic Journal*. – 2001. – Vol. 68. – № 1. – P. 77–91.
4. Liu, F.-C. *Studies in Monetary Development of Taiwan* / F.-C. Liu. // *Taipei: Academia Sinica*. – 1970.
5. Liu, J.T. *Relative Price Dispersion and Inflation: Evidence from Taiwan's Hyperinflation* / J.T. Liu // *Applied Economic Letters*. – 1995. – Vol. 2 (11). – P. 457–459.
6. Makinen, G. *The Taiwanese Hyperinflation and Stabilization of 1945–1952* / G. Makinen, G. Woodward // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1989. – Vol. 21 (1). – P. 90–105.
7. Phylaktis, K. *The Monetary Dynamics of Sustained High Inflation: Taiwan, 1945–1949* / K. Phylaktis, M. Taylor // *Southern Economic Journal*. – 1992. – Vol. 58 (3). – P. 610–622.
8. Sargent, T. *Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation* / T. Sargent, N. Wallace // *International Economic Review*. – 1973. – Vol. 14. – P. 328–350.