

Имея дело с изменениями глобального характера

Мохамед А. Эль-Эриан

ПРИНЯТО считать, что финансовые рынки дают наилучшие объективные индикаторы будущего развития экономики. Однако в последние месяцы многие рыночные сегменты, как представляется, посылают разноречивые, если не вводящие в заблуждение, сигналы, например, следующие:

- Многие национальные фондовые рынки закончили 2006 год на рекордно высоком или близком к нему уровне, что служит для аналитиков знаком уверенности в сохранении устойчивого роста мировой экономики и низкой инфляции и получило название «глобальной золотой середины» («не слишком горячо, не слишком холодно»). Однако рынки облигаций — особенности в Соединенных Штатах, но также в возрастающей мере в других странах — указывают на то, что следует более осторожно относиться к перспективам экономического развития.

- Среди ведущих аналитиков с Уолл-стрит («наблюдателей ФРС») наметились необычно широкие разногласия относительно направления, в котором будут меняться ставки интервенций США в 2007 году. В условиях, когда ставка по федеральным фондам составляет 5¼ процента, одни прогнозируют ее *снижение* к декабрю этого года до 4 процентов, другие — *повышение* до 6 процентов. Кроме того, практически на всех основных рынках (в том числе на валютном рынке, рынке акций и рынке инструментов с фиксированным доходом) отмечались необычайно низкие показатели рыночной изменчивости, несмотря на отсутствие у рынка уверенности относительно уровня ставок интервенций США.

Возникает искушение абстрагироваться от этих противоречивых сигналов как от «шума», то есть колебаний рынка, лишенных серьезного информационного содержания. Однако это было бы нецелесообразно. Эти на первый взгляд несогласованные сигналы несут важную информацию об изменении глобальных условий, в которых функционируют разработчики политики национального уровня, многосторонние учреждения и участники рынка, — условий, которые вызывают необходимость изменить характер реагирования этих участников международной финансовой системы.

Грядут большие перемены

Причиной этих на первый взгляд противоречивых сигналов служат три принципиальных

структурных сдвига, которые одновременно воздействуют на глобальную экономику. *Наиболее заметный из этих сдвигов обусловлен положительным потрясением в сфере производительности, связанным с растущей интеграцией крупных сегментов рабочей силы, которые находятся в развивающихся странах.* Непосредственным результатом этого стало расширение источников глобального экономического роста. В самом деле, на развивающиеся страны приходится значительная и растущая доля в общемировом росте экономики. Кроме того, усиление интеграции рабочей силы этих стран привело к снижению совокупных затрат на вводимые ресурсы при производстве целого ряда продуктов, что позволило компаниям в промышленно развитых странах более успешно сдерживать свои расходы и повышать прибыль.

Второй структурный сдвиг касается изменений цен на сырьевые товары. Это прямое следствие расширения базы глобального экономического роста — процесса, который приводит к увеличению спроса на сырье со стороны все большего числа стран, при том что ответная реакция со стороны предложения этих товаров пока остается ограниченной. Произошедшее в результате этого повышение цен на сырьевые товары способствовало тому, что у большой группы стран с формирующимся рынком образовался значительный профицит счета текущих операций и одновременно быстро росли их международные резервы. Для некоторых стран этот сдвиг означал радикальную смену парадигмы: переход из статуса международного должника в состояние международного кредитора. В самом деле, такое сочетание более высоких цен на сырьевые товары и более высокой производительности, а также изменение подхода к использованию профицита превратило страны с формирующимся рынком, как группу, в основной источник дешевого финансирования для остальной мира (и, в частности, для Соединенных Штатов).

Третий структурный сдвиг является в большей степени техническим. Он связан со значительной и далеко идущей волной финансовых нововведений, толчком для которой послужило распространение финансовых продуктов, основанных на производных инструментах. Общим результатом этого стало радикальное снижение входных барьеров на множестве рынков. А снижение входных

В действие вступают новые силы, формирующие глобальные рынки капитала, и участникам международных финансовых отношений разумно было бы пересмотреть свои модели ведения деятельности



барьеров означает форсированные корректировки в принципиальном распределении активов между институциональными и розничными инвесторами.

Все вместе эти три фактора коренным образом изменили предельные детерминанты глобального экономического роста, торговли, ценообразования и (внутренних и международных) потоков капитала. В ходе этого процесса мы наблюдаем некоторые заметные изменения в определяющих факторах рыночной оценки, изменчивости, соотношения между заемными и собственными средствами, скорости обращения денег и ликвидности.

Неудивительно, что традиционные модели становятся менее эффективными как для объяснения происходящего, так и для прогнозирования будущего. Неудивительно, что функции реакции политики приобретают все более ориентировочный характер. Также не вызывает удивления тот факт, что рынки ведут себя нерешительно и скачкообразно при формировании ценовой политики для новых глобальных реалий, а некоторые из них еще только разрабатывают надежные ориентиры.

На время или навсегда?

По мере все большего признания этих структурных сдвигов участники международной финансовой системы всерьез пытаются нагнать события. Аналитические подходы уточняются, традиционные методы политики пересматриваются, деловые модели переоцениваются, и создаются новые рыночные инструменты. Кроме того, растет осознание меняющегося характера трансграничных связей, что сказывается на многосторонних учреждениях (в частности, на их деятельности, действенности, потребностях в ресурсах, управлении и финансировании).

Необходимость наверстать упущенное становится все более очевидной для многих, однако планирование и реализация этого процесса по определению представляет собой сложную задачу. Кроме того, сама динамика этого процесса связана с опасностью перегибов. Как минимум, он связан с возникновением временного, но заметного разброса мнений, что не вызывает особого удивления, учитывая глубину происходящих структурных сдвигов и хрупкое равновесие, которое необходимо найти между преходящими и более долговременными факторами.

Возможно, наилучший способ наглядно проиллюстрировать сложность происходящего — это указать на некоторые полярные расхождения во взглядах, которые возникли в ходе дебатов о долговременных и циклических тенденциях. Лучше всего начать с наиболее жаркой из всех ведущихся в мире дискуссий, то есть с обсуждения платежных дисбалансов, в частности, устойчиво высокого дефицита счета текущих операций США и крупного профицита в странах Азии и странах-экспортерах нефти.

Обсуждая последствия глобальных платежных дисбалансов, сторонники точки зрения, исходящей из долговременных тенденций, рассматривают беспрецедентный дефицит счета текущих операций США как действенную адаптацию к смене режима, происходящей в ряде стран с формирующимся рынком. Если говорить более конкретно, за счет крупного дефицита Соединенные Штаты поглощают то, что председатель Совета управляющих ФРС Бен Бернанке назвал «избыточными сбережениями», берущими свое начало в странах с формирующимся рынком. Некоторые эксперты идут еще

дальше и утверждают, что в ответ на ограничения, свойственные их внутренним финансовым системам, страны с формирующимся рынком также передают на условиях подряда свою функцию финансового посредничества, возлагая ее на более эффективные рынки капитала США. И все это рассматривается как процесс, совместимый с поддержанием высокого глобального роста и финансовой стабильности.

Сторонники «циклической» точки зрения смотрят на вещи совершенно иначе. Для них крупный дефицит США — не более, чем результат чрезмерного внутреннего потребления — обратимого явления, которое в прошлом наблюдалось во многих других странах и часто имело дезорганизующие последствия. Теперь оно коснулось крупнейшей экономики мира, которой до сих пор удавалось «переносить непереносимое» благодаря своим особым экономическим характеристикам (в частности, благодаря статусу доллара как резервной валюты) и глубине своих финансовых рынков.

Эта дискуссия также подпитывает и без того уже весьма бурную дискуссию о необычных тенденциях в сфере установления практически всех премий за риск — явления, которое заметно на многих рынках как в странах с формирующимся рынком, так и в промышленно развитых странах. Для одних фактическое исчезновение премий за риск представляется результатом глобальной экономической конвергенции и способностью рынков лучше адаптироваться к своим потребностям инструменты и методы управления рисками — то есть долговременных факторов, действие которых считается постоянным и последовательным. Сторонники этой точки зрения также ссылаются на «значительное ослабление» инфляционного давления и повышение прозрачности макроэкономической политики во все мире (и особенно в Соединенных Штатах).

Другие утверждают, что премии за риск непременно появятся вновь, как только временная эйфория инвесторов уступит место переоценке, которая будет в большей мере со-

гласована с базовыми экономическими детерминантами. По их мнению, циклическое сокращение спредов по риску носит временный и обратимый характер. Далее они утверждают, что как только произойдет эта переоценка, «смягчающие риск» свойства многих новых производных инструментов приобретут дестабилизирующую динамику и превратятся в «оружие массового финансового поражения», о котором несколько лет назад предостерегал инвестор Уоррен Баффет, комментируя феномен производных инструментов.

Спор о долговременных и циклических тенденциях также лежит в основе некоторых важных различий во взглядах на потенциальную роль многосторонних учреждений, включая МВФ. Согласно одной точке зрения, МВФ потерял свое значение, что заставляет одних ставить вопрос о его существовании вообще, а других — выступать за проведение крупных изменений в этой организации (в том числе касающихся ее сферы ведения, управления и представительства). По меньшей мере, эта организация должна найти новые источники получения доходов, учитывая их сокращение, обусловленное тем, что в настоящее время лишь немногие страны с формирующимся рынком осуществляют заимствования у МВФ. Сторонники «циклической» точки зрения предостерегают от такого «перегиба», указывая на то, что надо лишь подождать, и со временем МВФ вновь займет ведущее место в своих традиционных областях урегулирования кризисов и их предотвращения.

«При столкновении с подобной подвижностью ситуации возникает естественное желание остаться в стороне в ожидании большей ясности. Однако это было бы неразумно».

Участников рынка также вынуждают высказывать свое мнение о соотношении долговременных и циклических тенденций. Указанные выше структурные сдвиги, по меньшей мере, приводят к размыванию традиционных источников прибыли по инвестициям. В этом вопросе последователи «долговременной» точки зрения высказываются за фундаментальные изменения в подходе к распределению активов, управлению ожиданиями относительно прибыли по инвестициям и спецификации корреляций между различными инструментами. С другой стороны, сторонники «циклической» точки зрения предпочитают от того, чтобы реагировать на «зашкаливание» рынков. Напротив, они советуют выждать более благоприятного момента. Они утверждают, что упущенная в краткосрочной перспективе прибыль по инвестициям — лишь малая цена за ограничение риска потенциальной потери капитала.

Размышления о стратегиях приспособления к новым условиям

Итак, какой же подход следует избрать различным участникам международной финансовой системы к разработке своих стратегий, чтобы приспособиться к работе в условиях текущих изменений в характеристиках финансовой системы? Лучше всего начать с того, чего им следовало бы избегать любой ценой: они не должны допускать, чтобы сложность проблем парализовала их способность к рассуждению и осуществлению надлежащих действий. В самом деле, независимо от того, относятся ли они к государственному или частному сектору, им крайне важно ясно определить набор допущений (часто неявных) о долговременных и циклических тенденциях, которые лежат в основе их нынешних подходов, связать эти допущения с наблюдаемой в настоящее время подвижностью глобальной системы и четко сформулировать как потенциальные преимущества, так и опасности альтернативных подходов. В ходе этого процесса будут определены затраты и выгоды, связанные с возможными изменениями операционных моделей, деловых стратегий и подходов к управлению рисками.

Одной из принципиальных задач, стоящих перед *национальными властями промышленно развитых стран*, является выбор оптимальной реакции на уменьшение связанного с принятием политических решений информационного содержания традиционных показателей рынка (таких как форма кривой доходности и уровень различных премий за риск). Кроме того, они должны явным образом учитывать в своих моделях влияние более быстрой интернационализации национальной рабочей силы, а также заметное изменение в международных потоках капитала (в частности, растущее значение стран с формирующимся рынком как держателей государственных и корпоративных облигаций промышленно развитых стран).

К числу задач, стоящих перед некоторыми *странами с формирующимся рынком*, относится приспособление к радикальному изменению ситуации в области их внешних платежей. По меньшей мере, это предполагает внедрение более развитых подходов к управлению своими непогашенными обязательствами (в том числе оптимальных методов выкупа и/или изменения структуры долга) и совершенствование системы управления растущими финансовыми активами этих стран. В отдельных случаях им потребуется адаптировать к новым условиям свои институциональные системы, чтобы повысить прозрачность операций и подотчетность, а также внести изменения в руководящие принципы, регламентирующие инвестиции и управление обязательствами. Существует также сложный вопрос о том, следует ли определенным странам использовать волну укрепления экономики и финансов, чтобы повысить гибкость в некоторых ключевых областях политики, таких как опделение обменного курса и внутреннее потребление.

Стоящие перед *институциональными инвесторами* вопросы простираются гораздо дальше того, как оптимальным образом реагировать на необычные значения показателей стоимостной оценки и изменчивости. Помимо этого, они сталкиваются с некоторыми фундаментальными вопросами о том, как лучше всего скорректировать распределение своих активов и структуру портфелей с учетом происходящих структурных сдвигов. Принимая во внимание тот факт, что подобные корректировки неминуемо влекут за собой переход к большей интернационализации в размещении инвестиций, от институциональных инвесторов потребуются укрепление методов управления рисками, чтобы лучше лавировать между неизбежными опасностями.

Перед *многосторонними учреждениями* стоит задача сохранить свою репутацию и действенность в качестве пользующихся доверием советников по вопросам экономической политики, рекомендации которых характеризуются надлежащим балансом между национальными и международными интересами. В случае МВФ многие из этих проблем уже были определены в выпущенных в сентябре 2005 года и апреле 2006 года директором-распорядителем документах о среднесрочной стратегии организации. Говоря словами директора-распорядителя, «необходимо сохранить значимость [Фонда] в меняющемся мире». Поэтому требуется принять меры, чтобы решить целый ряд задач, таких как повышение возможностей Фонда информировать разработчиков национальной политики, в том числе повысить его способность действительно распространять через национальные границы оптимальную практику и привносить многосторонний аспект в обсуждения национальной политики; более полно интегрировать анализ финансового сектора в национальные и международные экономические оценки; обновить свой устаревший подход к управлению и представительству; добиться того, чтобы профессиональная подготовка и сфера компетенции сотрудников МВФ в наибольшей степени отвечали современным условиям; а также перейти к более надежной модели получения доходов за счет внутренних источников.

* * * * *

Итак, глобальная экономика и рынки переживают сегодня необычное время. Они находятся под воздействием структурных сдвигов, которые важны не только сами по себе, но в том, как они взаимодействуют между собой. В результате этого участники международной финансовой системы оказываются перед лицом множества изменений, отдельные из которых представляются противоречивыми.

При столкновении с подобной подвижностью ситуации возникает естественное желание остаться в стороне в ожидании большей ясности. Однако это было бы неразумно. Чем дольше участники этих процессов откладывают свою реакцию, тем выше риски, связанные с применением существующих — и все более устаревающих — подходов. Вместо этого участникам международной финансовой системы имело бы смысл проверять и перепроверять устойчивость своих операционных моделей по отношению к меняющимся реалиям мира. И, если вернуться к самым базовым принципам, они должны быть способны и готовы рассматривать вопросы о внесении необходимых изменений, если их подходы будут оказываться менее действенными. ■

Мохамед А. Эль-Эриан — президент и главный исполнительный директор «Harvard Management Company», заместитель казначея Гарвардского университета и преподаватель Гарвардской школы бизнеса. С августа 1983 года по декабрь 1997 года он был сотрудником МВФ.