

Обратить внимание на финансы

Лесли Липшиц

С углублением связей между экономикой стран и глобальными финансовыми рынками решающее значение для макроэкономического регулирования приобретает более качественный финансовый анализ

НЕСМОТЯ на интернационализацию финансовых рынков и усиление связей между финансовыми системами стран, экономическая политика в основном по-прежнему проводится на национальном уровне. Поэтому создание глобальных рынков капитала усложняет для стран оценку, диагностику и разработку рекомендаций в отношении мер макроэкономической политики. Банальное утверждение о том, что рынки будут быстро и жестко наказывать за отклонения от осмотрительной политики — это вполне избитая, но не полная истина. Действительно, с точки зрения самих стран, рынки часто представляются довольно капризными: иногда они, как представляется, удивительно долгое время допускают неосмотрительное поведение, а иногда реагируют unprecedented образом; как правило, их реакция определяется широким спектром внутренних и международных факторов.

В связи с этим необходимо усовершенствовать финансовые аспекты национального экономического анализа — и именуемых надзором проверок состояния государственных со стороны МВФ — в трех самостоятельных, но взаимосвязанных областях.

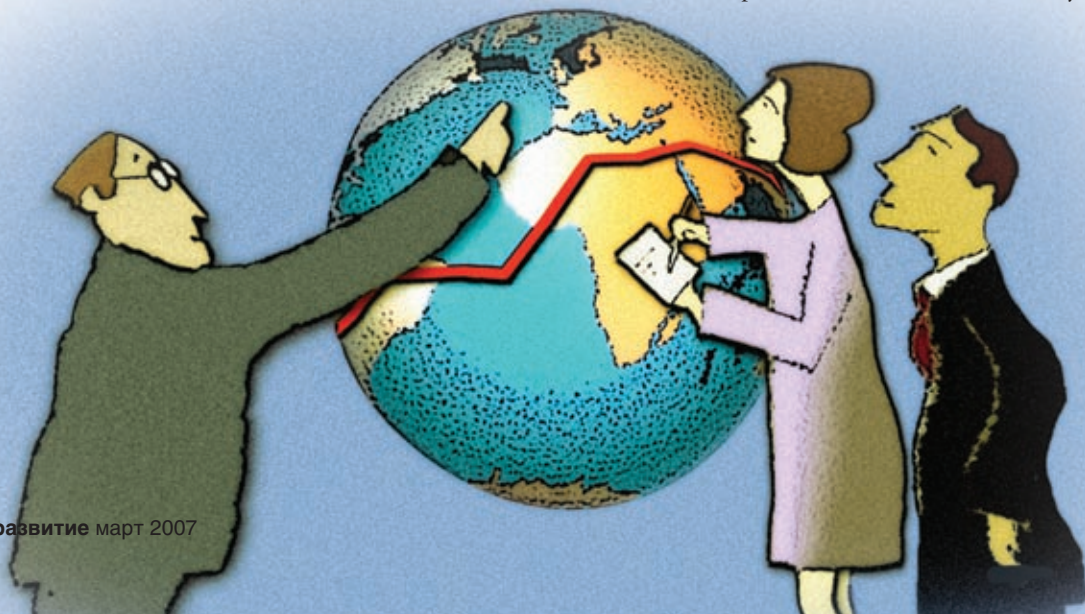
- Мониторинг взаимного влияния финансовых рынков и макроэкономических условий. Сложный анализ высокочастотных данных по финансовым рынкам — то есть исследование этих данных на предмет выявления сигналов в отношении рыночных ожиданий, изменчивости, риска, вероятности дефолта, возможности арбитража и так далее — является важным диагностическим инструментом подготовки макроэкономических рекомендаций и формулирования политики.

- Анализ самого финансового сектора — то есть его устойчивости или хрупкости, будет ли он смягчать или усиливать потрясения, а также порядок его регулирования и надзора за его деятельностью.

- Оценка базовых уязвимых мест в экономике и потенциальных событий, взаимодействие которых с этими уязвимыми местами может вызвать финансовый кризис.

Аналитический разбор, который мы хотели бы провести в отношении этих проблем, охватывает широкий круг вопросов, для решения которых нет простого сборника рецептов. Однако на концептуальном уровне существует одна полезная общая характеристика — то, что мы называем *подходом к анализу на основе баланса* и предотвращением *кризисов счета операций с капиталом*. Эти термины отражают признание того, что открытую экономику необходимо рассматривать как совокупность взаимосвязанных в глобальном масштабе балансов, подверженных воздействию внешних факторов и риску невыполнения обязательств контрагентами.

Поэтому разработчики политики и национальные официальные органы должны быть обеспокоены возможностью распространения проблем на другие секторы, экономику в целом и на региональную или глобальную экономику. Именно на это указывал бывший директор-распорядитель МВФ Мишель Камdessus (1987–2000 годы), необыкновенно прозорливо назвав мексиканский кризис «первым кризисом 21 века». Этот кризис, а также произошедшие в последующее десятилетие кризисы в Азии, Латинской Америке, Центральной и Восточной Европе, заставили нас переосмыслить взаимосвязь между





Скрытые уязвимые места Занаду

Балансы секторов могут представляться относительно безопасными, но могут также нести за собой опасности.

(В млрд долл. США)

	В иностранной валюте		
	Активы	Обязательства	Чистые активы
Сектор государственного управления (по отношению к иностранным контрагентам)	40	10	30
Краткосрочные	40	2	38
Средне- и долгосрочные	0	8	-8
Коммерческие банки	37	37	0
Краткосрочные (по отношению к иностранным контрагентам)	3	28	-25
Средне- и долгосрочные	34	9	25
Внутренняя валютная позиция	30	0	30
Небанковские корпорации	1	75	-74
Краткосрочные (по отношению к иностранным контрагентам)	1	20	-19
Средне- и долгосрочные	0	55	-55
Внутренняя валютная позиция	0	30	-30
Итого	78	122	-44
Краткосрочные (по отношению к иностранным контрагентам)	44	50	-6
Средне- и долгосрочные (по отношению к иностранным контрагентам)	4	42	-38
Средне- и долгосрочные (внутренние)	30	30	0

финансами и макроэкономикой. В данной статье исследуется центральное значение финансов для макроэкономического анализа через рассмотрение трех вполне практических проблем: в первом случае основное место занимает анализ уязвимых мест балансов, во втором — взаимодействие внутренней денежно-кредитной политики с глобальными финансовыми рынками, а в третьем — национальная программа стабилизации в условиях высокоинтегрированного рынка капитала.

Уязвимость и триггерные события

Во многих работах, исследующих вопросы подверженности балансов риску, в настоящее время проводится концептуальное различие, с одной стороны, между *базовыми уязвимыми местами*, или элементами подверженности риску, и, с другой стороны, *триггерными событиями* — то есть событиями, которые в сочетании с базовыми уязвимыми местами могут вызвать кризис.

Рассмотрим гипотетическую страну Занаду, которая может осуществлять внешнее заимствование только в иностранной валюте (см. таблицу). Официальная позиция показывает ликвидные иностранные активы (40), покрывающие на 80 процентов совокупные краткосрочные обязательства (50), что отнюдь не идеально, но и не слишком опасно. (Разумеется, было бы полезно располагать какой-либо информацией о потоках по счету текущих операций и о структуре сроков погашения средне- и долгосрочных позиций.) Валютная позиция банковской системы выглядит сбалансированной. А сектор небанковских корпораций имеет значительную открытую валютную позицию.

Как можно определить базовую уязвимость Занаду? Из представленных данных видно, что банки хеджируют свою открытую валютную позицию по отношению к сектору небанковских корпораций, который, в дополнение к этому, имеет крупную открытую валютную позицию по отношению к иностранным контрагентам. Следовательно, многое зависит от специфики небанковских корпораций, имеющих обязательства в иностранной валюте. Если это экспортеры, получающие выручку в иностранной валюте, то они вполне могут быть естественным образом хеджированы. В противном случае у них могут быть надежные хеджи с использованием производных инструментов (если предположить, что существуют иностранные контрагенты, готовые иметь

определенную открытую позицию в национальной валюте рассматриваемой страны), а доходы по их инвестициям могут быть такими, чтобы обеспечивать рентабельность внешних заимствований даже с учетом затрат на хеджирование. Приведенные данные согласуются с этими благоприятными сценариями. Если рассмотреть триггерное событие, состоящее в неожиданной корректировке цены риска, вызванной цепной реакцией, с немедленным значительным воздействием на обменный курс, худшее, что может произойти, — это возникновение проблемы с ликвидностью банковского сектора, которую страна могла бы урегулировать с помощью своих резервов или программы, поддерживаемой МВФ.

Однако эти данные не исключают также и проблематичной ситуации: коммерческие банки привлекают краткосрочные займы за границей, чтобы предоставлять более долгосрочные кредиты в иностранной валюте внутренним компаниям, например, строительным фирмам, без каких-либо естественных хеджей или хеджей с использованием производных инструментов. В этом случае любое потрясение обменного курса может травмировать сектор небанковских корпораций, а также — в результате фактического уничтожения валютного хеджа банковской системы — и банковскую систему. По существу, потрясение обменного курса преобразует валютный риск банков в кредитный риск.

В такой ситуации для выявления уязвимости критически важно иметь некоторое представление о характеристиках корпораций, имеющих открытые валютные позиции. Получить необходимые данные по небанковским корпорациям может быть сложно, и важность получения этих данных в известной мере будет зависеть от внутренней институциональной структуры. Безусловно, если гибкость обменного курса страны невелика (и потому правительство считается, по существу, берущим валютный риск на себя), возникнут проблемы морального риска и значительная вероятность нехеджированного заимствования в иностранной валюте. Соответственно, могут быть основания предполагать наличие базовой уязвимости, требующей выявления и обсуждения. Но если в стране до настоящего времени наблюдались широкие колебания обменного курса, имеются эффективные механизмы банкротства, а корпорации вынуждены принимать на себя основную тяжесть этих колебаний, то вероятность формирования рискованных валютных позиций намного ниже.

Как отмечалось выше, существуют два отдельных аспекта оценки потенциальной опасности кризиса: базовая уязвимость и триггерное событие. В данном примере триггером является неожиданная корректировка цены риска. Этот триггер может быть крайне маловероятным («хвостовым событием»), возможно, потому что страна проводит превосходную политику, имеет надежную позицию по счету текущих операций и в целом ее регион является устойчивым. Хотя всегда целесообразно отдавать себе отчет в базовой уязвимости, решение о том, стоит ли сосредоточивать внимание на потенциальном кризисе, носит субъективный характер и зависит от вероятности наступления триггерного события и возможной остроты кризиса. Конечно, анализ уязвимых мест и триггерных событий часто затрудняют непредсказуемые факторы (например, длительность потрясения) и недостаточность данных (например, о балансах корпораций). Кроме того, по соображениям политики анализ чрезвычайно неблагоприятных гипотетических событий — «размышление о немыслимом» — всегда следует проводить с большой осторожностью.

Это не значит, что нужно избегать всех уязвимых мест: если стране необходимо внешнее финансирование, чтобы реализовать свой потенциал экономического роста, и она может привлекать лишь очень небольшие займы в собственной валюте, то почти нет никаких сомнений, что у нее будет определенная открытая валютная позиция. Банки, осуществляющие свою обычную деятельность по преобразованию сроков погашения, почти наверняка будут подвергаться определенному процентному риску. Эти уязвимые места представляют собой нормальный

аспект коммерческой деятельности и не могут быть устранены без чрезмерного увеличения издержек на ведение посреднической деятельности. В лучшем случае их будут нести учреждения, наиболее устойчивые к соответствующим факторам риска.

Трудный выбор денежно-кредитной политики

Во втором случае открытость счета операций с капиталом и интегрированные финансовые рынки еще больше затрудняют проведение денежно-кредитной политики, особенно если страна (подобно многим странам с формирующимся рынком) претерпевает значительные базисные изменения в реальном секторе (структурные преобразования).

Предпочтение традиционно отдается режиму таргетирования инфляции в сочетании с гибким обменным курсом, который, действительно, имеет свои преимущества: органы денежно-кредитного регулирования освобождены от формальной ответственности за экономический рост и безработицу, и отсутствует косвенная гарантия обменного курса, которая подталкивает к принятию неразумного валютного риска. В результате снижается вероятность попасть в ловушку «боязни введения плавающего курса» (когда — в условиях фиксированного или квазификсированного обменного курса происходит формирование столь значительных открытых валютных позиций, что официальные органы начинают сопротивляться снижению курса национальной валюты). Альтернативным подходом является жесткая привязка к пользующейся полным доверием стратегией «выхода» — например, привязка к евро по курсу, пользующемуся доверием как возможный курс планируемого в будущем вхождения в зону евро. Некоторые страны, однако, по-прежнему избирают стратегию эпизодических интервенций, которые определяются сочетанием различных факторов, включая различные конкурирующие между собой цели в области внешней торговли и стремление регулировать объем денежной массы.

Недостатком любой из этих стратегий является то, что в них не учитывается одна огромная потенциальная проблема: корректировки международных портфелей способны вызвать громадные сдвиги в счете операций с капиталом, что может подорвать достижение внутренних целей. Полезно начать с двух общих положений.

- Маловероятно, что изменения процентных ставок для целей внутренней стабилизации будут сопровождаться немедленными изменениями премий за риск или ожиданий в отношении обменного курса; таким образом, они могут повлечь за собой огромные фактические или начальные корректировки портфелей, которые способны свести на нет политику внутренней стабилизации.

- Динамика премий за риск и ожиданий в отношении обменного курса часто представляется абсолютно произвольной и непредсказуемой для национальных органов денежно-кредитного регулирования.

Эти обстоятельства сказываются на экономической политике во многих странах — см., например, статью «Дилемма Тошовского» в сентябрьском выпуске «Ф&Р» 2002 года, в которой анализируются проблемы денежно-кредитной политики в наиболее продвинутых странах с переходной экономикой в Центральной и Восточной Европе. Вместе с тем ситуация в Исландии в 2003–2006 годах представляет собой живую иллюстрацию того, как взаимодействие циклической динамики национальной экономики, денежно-кредитной политики и глобальных финансовых рынков может создать дестабилизирующий эффект (см. вставку).

Оказалось, что абсолютно разумное повышение внутренних процентных ставок в условиях ликвидных глобальных рынков капитала и активной погони за более высокой доходностью вызвало масштабный приток капитала, резкое увеличение банковского кредита и, в конечном итоге, изменение позиции по счету операций с капиталом на обратную. Даже при надлежащем понимании этих взаимосвязей в теории трудно проводить экономическую политику, когда значитель-

Исландия переживает лихорадку на рынках

С 2003 года реализация в Исландии крупных инвестиционных проектов, основанных на изобилии дешевой энергии, привела к увеличению дефицита счета текущих операций, формируя более напряженных условий на внутреннем рынке труда и способствовала устойчивому совокупному спросу — хотя ожидалось, что эти проекты вызовут ускорение экономического роста и некоторое повышение обменного курса национальной валюты. В связи с ужесточением денежно-кредитной политики в ответ на активный спрос процентные ставки возросли, и произошло существенное повышение взвешенного с учетом объемов торговли курса исландской кроны.

Исландские банки использовали дифференциал процентных ставок, осуществляя заимствования в евро, хеджируя свои открытые позиции и предоставляя кредиты в кронах. Сочетание укрепления валюты, высоких процентных ставок и хорошего качества кредитов (суверенный долг имел рейтинг AAA) также привлекло иностранных портфельных инвесторов, которые финансировали свои длинные позиции по долговым обязательствам в кронах путем привлечения займов в валютах с более низкой доходностью, т.е. проводя процентные арбитражные операции. (Усиление этих тенденций способствовали финансовым инновациям, а именно — офшорная эмиссия выраженных в кронах еврооблигаций («глетчерных облигаций») иностранными учреждениями, которые проводили свопы своих обязательств в кронах на обязательства исландских банков в евро.) Дифференциалы доходности после корректировки на обменный курс, составляли примерно 9¼ процента в 2003 году, 7½ процента в 2004 году и 18 процентов в 2005 году.

В условиях, когда коммерческие банки располагали избытком средств и искали новые способы кредитования, изменения политики подтолкнули банки в середине 2004 года к прямой конкуренции за первые ипотечки с управляемым государством Фондом жилищного финансирования. Банки смогли предложить более выгодные условия, чем жилищный фонд, и в 2004 году их кредиты домашним хозяйствам выросли на 98 процентов, что вызвало быстрый рост цен на жилье и связанное с этим изъятие средств из уже выкупленной жилой недвижимости посредством ее рефинансирования. Это, в свою очередь, подстегнуло рост внутреннего потребления, дополнительно расширив дефицит счета текущих операций.

Изменения в финансовой сфере Исландии оказались огромными. Внешний долг резко вырос. За период с 2003 по 2006 год заимствования частного сектора утроились, и наблюдалось огромное увеличение долга как домашних хозяйств, так и корпораций. Цены на недвижимость и акции быстро повышались, и с середины 2003 по конец 2005 года курсы фондового рынка выросли почти в четыре раза. В конечном итоге, весной и летом 2006 года все это привело к серьезной лихорадке на рынке и оказало давление на валюту и цены фондового рынка.

ные потоки капитала повышают вероятность крупных колебаний обменных курсов и/или процентных ставок. К счастью, в Исландии, благодаря хеджированию и общей устойчивости балансов финансовая система оказалась относительно устойчивой к потрясениям.

Однако в подобных этому случаях перед денежно-кредитной политикой стоит острая проблема. Предположим, национальный орган денежно-кредитного регулирования хочет охладить перегретую экономику — то есть поднять процентные ставки в соответствии с используемым им режимом таргетирования инфляции. Исходя из многочисленных эмпирических данных, он принимает решение о том, что процентные ставки следует повысить на 1 процентный пункт. Однако при режиме гибкого обменного курса ограничительный эффект такого сдвига процентных ставок будет решающим образом зависеть от вызванного им изменения обменного курса — повышение ставок на 1 процентный пункт без изменения обменного курса будет иметь принципиально иной эффект, чем такое же повышение процентных ставок в сочетании с 10 процентным ростом обменного курса. Более того,



поскольку портфельные эффекты будут зависеть от решений, принимаемых в Нью-Йорке, Лондоне или Франкфурте, и основываться на спредах или открытых позициях по другим валютам, у национальных органов денежно-кредитного регулирования нет возможности предсказать итоговый результат. Оптимальный для страны образ действий в этих сложных условиях (хотя может показаться, что это мало походит на рекомендацию по экономической политике) — двигаться медленно, постоянно наблюдать за рынками и иметь полное представление о базовых уязвимых местах.

Отслеживание стабилизации

Наконец, рассмотрим программы стабилизации для стран с глобально интегрированными финансовыми рынками. При мониторинге этих программ — когда подробно рассматриваются меры политики, которые осуществляются или будут осуществляться странами для достижения макроэкономической стабилизации, — и МВФ, и многие национальные официальные органы часто используют тот или иной вариант системы финансового программирования, основанный на анализе баланса центрального банка или консолидированной банковской системы. Баланс центрального банка выглядит следующим образом:

Активы	Обязательства
Чистые иностранные активы (ЧИА)	Денежная база (ДБ)
Чистые внутренние активы (ЧВА)	
Частный кредит (ЧК)	
Чистый государственный кредит (ЧГК)	
Прочие статьи нетто (ПСН)	

Учетное тождество баланса центрального банка представляет собой полезный организационный инструмент и тест на согласованность. Чистые внутренние активы определяются как сумма частного кредита, государственного кредита и чистой величины прочих статей, а денежная база — как сумма чистых внутренних активов и чистых иностранных активов. В системе финансового программирования обычно устанавливается некоторый нижний лимит для чистых иностранных активов и некоторый верхний лимит для чистых внутренних активов.

В прежние времена фиксированных обменных курсов и более или менее закрытых счетов операций с капиталом этот организационный инструмент был удивительно прост. У нас было определенное представление о запасах ЧИА, которые согласовывались с осмотрительной политикой и правдоподобным прогнозом потоков по счету текущих операций. Таким образом, при наличии оценки спроса на деньги, выведенной из эконометрических расчетов, можно было также получить обоснованную установку в отношении надлежащих темпов роста кредита и его распределения между государственным и частным сектором, которая соответствовала бы достижению разумных темпов экономического роста и инфляции. Конечно, при этом была вероятность неверно составить уравнение спроса на деньги — то есть переоценить или недооценить темпы расширения денежной массы, согласующиеся с поставленными целями в отношении доходов и инфляции, — однако в большинстве случаев этот недочет мог быть исправлен при проведении обзора программы. Если, например, динамика инфляции и доходов приблизительно соответствовала намеченному курсу, но увеличение кредита шло значительно быстрее, чем планировалось, а позиция по ЧИА была более крупной, чем ожидалось, это было бы, прежде всего, свидетельством более высокого — по сравнению с расчетным — спроса на деньги и для исправления ситуации можно было бы скорректировать верхний лимит ЧВА.

В условиях плавающих обменных курсов и режима таргетирования инфляции интерпретировать балансовое тождество несколько сложнее — даже при недостаточно высокой интеграции рынка капитала. Если, например, власти используют валютные интервенции для ограничения (предположительно,

временного) начального понижения обменного курса (из опасения его инфляционных последствий), нижний лимит ЧИА будет ограничивать объем интервенции, а верхний лимит ЧВА — возможности стерилизации ее воздействия на денежно-кредитную сферу. Несомненно, проведение интервенций могло бы иметь смысл для того, чтобы противостоять кратковременному понижающему давлению на валюту и стерилизовать эту интервенцию. Но если оказывается, что факторы, вызывающие девальвацию, носят долговременный характер, то существует точка, в которой стратегию интервенций и стерилизации необходимо подвергнуть сомнению — ограничения, вытекающие из простого тождества финансового программирования, могут помочь определить эту точку и выдвинуть на первый план соответствующие вопросы.

Посмотрим, однако, насколько усложняется система финансового программирования в условиях полной интеграции с глобальными рынками капитала. ЧИА и/или обменный курс становятся крайне непредсказуемыми, и их колебания обусловлены главным образом конъюнктурой рынков капитала. Если ЧИА более или менее стабильны и определяются пруденциальной целью покрытия краткосрочных внешних обязательств в иностранной валюте, тогда скачок премии за риск по национальной валюте приведет к той или иной комбинации понижения обменного курса и повышения процентных ставок. Это может сказаться на ликвидности финансовой системы, если она осуществляет преобразование сроков погашения по инструментам в иностранной валюте, на платежеспособности финансовой системы, если в ней имеются валютные кредиты и займы, предоставленные нехеджированным внутренним заемщикам, на экономической приемлемости государственного долга, а также долга секторов небанковских корпораций и домашних хозяйств. Все или некоторые из перечисленных эффектов могут повлечь за собой необходимость вмешательства центрального банка — предоставления им иностранной валюты или дополнительного увеличения кредита — и негативно сказаться на степени внутренней согласованности денежно-кредитной политики.

К тому времени, когда любой из этих эффектов проявится в счетах центрального банка, ущерб будет уже нанесен, и ситуация может оказаться непоправимой. Итак, мы переходим из простого мира закрытых счетов операций с капиталом в сложный мир уязвимых мест и триггерных событий — то есть в мир, который описывается первым из приведенных выше примеров. В этом мире к данным предъявляются более жесткие требования, а удовлетворительными будут только творческие методы анализа, ориентированные на перспективу. Это мир, где от нас требуется выявлять уязвимые места и оценивать возможность возникновения кризисов путем анализа сценариев, включающих потенциальные триггерные события, вероятность которых точно не известна.

В итоге. . .

Три описанных в данной статье случая являются сложными и показывают, что не существует простых ответов. Тем не менее они указывают путь к повышению качества макроэкономического анализа в крайне непредсказуемом мире интегрированных глобальных финансовых систем и рынков капитала. Это мир, в котором специалистам по макроэкономике необходимо заранее обдумывать возможные будущие события. Поэтому они должны иметь представление об уязвимых местах и событиях, способных подтолкнуть к кризису, о глобальных условиях, в которых должна проводиться внутренняя денежно-кредитная политика, и о том, как изменения оценок риска, сдвиги процентных ставок, обменных курсов и темпов роста скажутся на финансовом положении органов государственного управления, банков и других составляющих частного сектора. ■

Лесли Литишиц — директор Института МВФ.