

## Что будет дальше

Брэд Сетсер

**Решения стран, а не международные саммиты приведут к перестройке глобальной финансовой системы**

**П**ОСЛЕ финансового кризиса в Азии ведущие экономические державы предприняли существенные усилия с целью перестроить международную финансовую систему. Десять лет спустя они решили попробовать еще раз. Усилия, предпринятые в 1998 году для пересмотра мировой «финансовой архитектуры», последовали за кризисом, который начался с корректировки дефицита по внешним счетам стран с формирующимся рынком — дефицита, который в течение определенного времени охотно финансировался банками и частными инвесторами богатых стран мира. Второе усилие последует за системным финансовым кризисом, который начался в Соединенных Штатах, распространился на европейские банки, заимствовавшие доллары для покупки ценных бумаг США, и затем поразил большую часть мировой экономики.

Текущий кризис был спровоцирован падением цен на жилье в США, которое привело к большим потерям крупных банков и брокеро-дилеров. Однако дефицит домашних хозяйств США, Соединенного Королевства и стран зоны евро не мог финансироваться столь долго и под столь низкие процентные ставки без беспрецедентного роста активов центральных банков и фондов национального благосостояния стран с формирующимся рынком. Частные инвесторы никогда особо не горели желанием финансировать крупный дефицит медленно растущих Соединенных Штатов; они хотели финансировать быстро растущие страны с формирующимся рынком.

Усилия, предпринятые в 1998–1999 годах, так никогда и не оправдали своего названия: под «архитектурой» понимается создание новых или, по крайней мере, реконструкция существующих институтов международного экономического и финансового сотрудничества. Очевидно, что этого не произошло. Взамен этого был выработан набор рекомендаций, призванных помочь странам с формирующимся рынком уменьшить свою уязвимость в случае внезапных изменений в потоках капитала, — наряду с новыми положениями о «реструктуризации» для международных суверенных облигаций, регулируемых нью-йоркскими законами, и новыми кредитными механизмами МВФ в помощь странам, стоя-

щим перед лицом кризисов, вызванных внезапными изменениями в потоках капитала.

В то же время глобальная финансовая система, сформировавшаяся в результате последнего кризиса, коренным образом отличалась от финансовой системы, которая существовала до него. Мир, в котором беспрецедентный рост иностранных активов центральных банков стран с формирующимся рынком позволяет финансировать крупный дефицит по счету текущих операций США под низкие процентные ставки, является не тем же самым миром, в котором частные инвесторы в Соединенных Штатах финансируют дефицит в странах с формирующимся рынком. Ни МВФ, ни Группа семи настолько не изменились. Но мир вокруг них изменился.

### Решения, решения

Наиболее важный урок прошлого заключается в том, что международная финансовая система в большей степени определяется решениями, которые принимают ключевые страны во время кризиса и после него, чем тщательно выбранными формулировками коммюнике. Архитектура ответных мер на «кризисы по счетам операций с капиталом» сформировалась в результате решения США предоставить крупные суммы средств Мексике, когда в 1995 году она не могла перефинансировать свои облигации, выраженные в долларах, последующего решения МВФ взять на себя ведущую роль в обеспечении крупномасштабного финансирования во время азиатского кризиса и условий, на которых МВФ предоставлял свои кредиты странам Азии. Кельнское коммюнике Группы семи, в котором напрямую была принята попытка изложить видение финансовой архитектуры Группой семи, не определило валютный режим мира. Он сформировался под влиянием краха режима валютного управления в Аргентине, успеха режима управляемого плавающего курса в Бразилии, устойчивости режимов валютного управления во многих странах Восточной Европы, сохранения привязки к доллару в странах Персидского залива и, в наибольшей степени, решения Китая сохранить свою привязку к доллару даже после того, как он начал обесцениваться в 2002 году. Режим регулирования был в такой же степени определен как решением не



Вкладчики в очереди за дверьми банка в Соединенном Королевстве, который запросил о чрезвычайном финансировании от центрального банка.

ограничивать теневую финансовую систему, — во многом нерегулируемые или слабо регулируемые учреждения, которые начали играть в экономике почти такую же роль, что и банки, — так и работой Форума финансовой стабильности.

Стоит вспомнить три дополнительных урока из дискуссии 1998 года по вопросу об архитектуре, а также последующих дискуссий по глобальной системе предотвращения и управления международными финансовыми кризисами.

**Собрать нужную группу стран за столом переговоров — еще не гарантия результата.** Реальные изменения происходят, когда среди соответствующих стран складывается широкий консенсус относительно характера необходимых реформ. Наиболее очевидным примером служит то, что страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком согласились с тем, что страны с формирующимся рынком могут снизить свою уязвимость в случае кризисов путем увеличения своих резервов и замены задолженности в иностранных валютах задолженностью в национальной валюте. Оказалось, что правительства большинства стран с формирующимся рынком могут значительно ши-

ре финансировать свои потребности с помощью долговых инструментов, выраженных в их собственных валютах, нежели это ожидалось многими 10 лет назад, чему способствовало усиление мнений, что валюты большинства стран с формирующимся рынком недооценены. Не следует сомневаться в значении этого изменения. Мир, в котором правительство России вступает в глобальный спад, имея резервы в иностранной валюте на 10 млрд долл. США и долги в иностранной валюте на 140 млрд долл. США, существенно отличается от мира, в котором правительство России вступает в фазу спада в экономическом цикле, имея резервы в 600 млрд долл. США и долги в иностранной валюте в размере только 35 млрд долл. США. Текущая уязвимость России реальна, но она проистекает не из баланса внешних активов и обязательств правительства. Балансы активов и обязательств правительств других крупных стран с формирующимся рынком, например Бразилии, также совсем не похожи на их балансы в 1998 году.

В других областях достижения реального консенсуса оказалось более сложным. Собрать нужные страны вокруг стола переговоров редко было основной проблемой. Наибольшей трудностью было то, что ключевые страны не могли прийти к согласию и не видели потребности в согласии в отсутствие давления кризиса. Например, можно утверждать, что Группа семи была правильным форумом для обсуждений, когда МВФ должен был предоставить крупные кредиты странам с формирующимся рынком. Однако Группа семи не желала отказаться от механизма, при котором странам, которым грозит бегство от их валюты, или которые не способны пролонгировать свою внешнюю задолженность с истекающим сроком до погашения, предоставляется крупное финансирование с концентрацией процентных платежей на начальном этапе, как она не желала признать, что старые лимиты доступа к ресурсам МВФ более не являются нормой для крупных стран с формирующимся рынком.

Реальные расхождения по вопросу о том, насколько желательно продолжать позволять странам с формирующимся рынком занимать крупные суммы резервов для управления сильными колебаниями в потоках капитала, были закамуфлированы; трудные решения были оставлены до следующего кризиса.

Группа семи предприняла усилие для расширения обсуждения валютных режимов, с тем чтобы включить в него страны с формирующимся рынком: даже в 1990-х годах было очевидно, что мировая экономика не может быть уменьшена до Соединенных Штатов, Западной Европы и Японии. Однако расширение диалога и включение в него стран с формирующимся рынком — посредством таких форумов, как Группа 22, а затем Группа 20 — не обеспечило согласованности мировых валютных режимов. Доллар колебался относительно евро и — в течение большей части времени — иены. Фунт стерлингов и канадский доллар плавали относительно валют их более крупных соседей. Однако огромное ускорение темпов роста резервов стран с формирующимся рынком начиная с 2002 года подрывало все представления о том, что валютно-финансовая система определяется независимыми, проводящими поли-

тику таргетирования инфляции центральными банками, которые позволяют курсам своих валют плавать относительно друг друга, чтобы сохранить свою денежно-кредитную автономию.

**Не следует игнорировать трудные проблемы...** Одним из ключевых факторов давления на резервы в иностранной валюте крупных стран с формирующимся рынком в ходе кризиса 1997–1998 годов было сокращение трансграничного банковского кредитования. Только в случае кризиса в Аргентине серьезную проблему для платежного баланса страны создали платежи по международным суверенным облигациям, но даже в Аргентине бегство от отечественных банков создало большую проблему оттока капитала. Тем не менее наиболее оживленные дискуссии, последовавшие за этими кризисами, были сосредоточены на устранении правовых препятствий реструктуризации международных суверенных облигаций. Вопросы ограничения оттока средств, связанного с краткосрочным банковским кредитованием — или, если на то пошло, мониторинга рисков, связанных с сильным расширением банковского кредитования стран с формирующимся рынком, — не удосужились такого же внимания.

Но должны были. Разработчики политики предполагали, что страны с формирующимся рынком будут финансировать себя путем продажи обращающихся ценных бумаг, а не прямого заимствования средств в банках во всем мире. Однако в конце второго квартала 2008 года трансграничное банковское кредитование стран с формирующимся рынком (в основном частных банков и фирм) достигло 1,2 трлн долл. США, что несомненно превышает сумму непогашенных международных суверенных облигаций. Наступление сроков погашения трансграничных банковских открытых позиций окажется более важным фактором давления на страны с формирующимся рынком в ходе текущего кризиса, нежели наступающие сроки погашения международных суверенных облигаций. Игнорирование трудной проблемы не обязательно означает, что она исчезнет.

**... и следует также перепроверять свои допущения.** Всегда проще отметить возобновление старых факторов уязвимости, чем представить себе новые риски. Поразительно то, что в рамках дискуссий по вопросу об «архитектуре» внимание почти полностью было сосредоточено на риске того, что финансовый кризис в отдельно взятой стране с формирующимся рынком может распространиться на другие страны с формирующимся рынком и затем на глобальную экономику. Риск того, что финансовые трудности в стране с развитой экономикой могут оказаться значительно более дестабилизирующими для стран с формирующимся рынком, чем финансовые трудности в другой стране с формирующимся рынком, никогда серьезно не рассматривался.

Группа семи требовала от МВФ более тщательно следить за факторами уязвимости, связанными с балансами активов и обязательств, а не только бюджетной ситуацией стран с формирующимся рынком. Никаких сопоставимых усилий не предпринималось для того, чтобы оценить, насколько финансовые сектора США и Европы могут быть подвержены чрезмерному фактическому риску со стороны жилищного сектора. Тем не менее в жалобах стран с формирующимся рынком на процедурную несправедливость надзора со стороны МВФ был упущен еще более важный момент: мало свидетельств того, что более интенсивный надзор со стороны МВФ что-либо изменил. В 2007 году МВФ расхваливал «высоко инновационную» роль финансовых рынков США в «поддержании притока капитала», утверждая, что достижения США в создании сложных финансовых продуктов помогли мобилизовать средства, необходимые для поддержания крупного внешнего дефицита США. В его докладе о консультациях в соответствии со Статьей IV отмечалось, что «основные коммерческие и инвестиционные банки находятся в прочном финансовом положении, а системные риски остаются низкими», хотя он и признал, что «финансовые инновации усложнили оценку риска, в то время как в некото-



Давка в очереди за продовольствием в Джакарте (Индонезия) во время азиатского финансового кризиса.

рых секторах принимаются более высокие риски и ухудшаются стандарты кредитования». Все мы делаем ошибки, но это не было и предупреждением о нарастании рисков в стиле Рубина.

Оглядываясь назад, удивляешься, сколько ключевых вопросов оказалось за рамками обсуждений архитектуры в последние годы. Обсуждались способы помочь странам с формирующимся рынком справиться с волатильными потоками капитала, но не способы помочь справиться с волатильными ценами на биржевые товары. Обсуждались методы реструктуризации суверенных облигаций, но не трудности реструктуризации ценных бумаг, обеспеченных ипотекой или ипотек, выраженных в иностранной валюте. Бесконечно обсуждалась необходимость ограничения кредитования МВФ стран с формирующимся рынком, но были проигнорированы риски чрезмерного самострахования. И, конечно, не было никакого обсуждения того, как странам с развитой экономикой следует управлять рисками, связанными с растущим спросом на их долговые инструменты со стороны стран с формирующимся рынком, пытающихся увеличить свои запасы резервных активов, включая риск того, что стремление стран с формирующимся рынком к накоплению резервов может вызвать нарушения на финансовых рынках стран с развитой экономикой и скрыть воздействие крупного бюджетного дефицита и дефицита домашних хозяйств.

### Обнадеживающие признаки

Увенчаются ли успехом текущие усилия перестроить международную финансовую систему?

Текущий кризис все еще находится на ранних этапах. Прошлый опыт подсказывает, что решения стран, часто принимаемые в чрезвычайно напряженной ситуации, в большей степени определяют будущую мировую финансовую систему, чем международные саммиты.

Однако по-прежнему важно попытаться достичь глобального консенсуса в отношении характера изменений, которые необходимы в международной финансовой системе. Некоторые признаки являются обнадеживающими. Ключевые страны с формирующимся рынком были по-новому приглашены к участию за столом переговоров. Группа семи продолжает существовать, но похоже, что большим вниманием будет пользоваться ежегодный саммит Группы 20, нежели годовая летняя встреча Группы семи.

Сам по себе кризис уже изменил архитектуру финансовых систем США, Соединенного Королевства и стран Европы: правительства играют значительно большую роль в финансовом посредничестве, чем в прошлом. Кроме того, почти не вызывает сомнений то, что произойдут существенные изменения в структуре регулирования.

Если учреждения, которые являются «слишком большими, чтобы потерпеть неудачу», не будут разукрупнены, будет ошибкой полагать, что кредитные рынки смогут призвать их к дис-

циpline. В краткосрочной перспективе ограничение текущего кризиса должно иметь приоритет перед предотвращением следующего кризиса, и в настоящее время было бы пагубным требовать, чтобы учреждения удерживали большой капитал. Слишком крупное заимствование в целях инвестирования сменилось слишком быстрым сокращением доли заемных средств. Тем не менее, со временем крупные учреждения должны будут удерживать большие запасы капитала и ликвидности.

Страны со зрелой экономикой должны будут проделать эту работу самостоятельно. Однако страны с формирующимся рынком должны настоять на том, чтобы они проделали ее хорошо. Заинтересованность стран с формирующимся рынком в эффективном регулировании учреждений, образующих основу глобальной финансовой системы, очевидна: крах Lehman Brothers вызвал значительно больший кризис финансирования для многих стран с формирующимся рынком, чем дефолт России.

### Менее обнадеживающие признаки

Чтобы создать более прочную основу глобального экономического роста, требуется не только более эффективное регулирование. Особо выделяются три дополнительных аспекта:

- координация макроэкономического стимулирования;
- эволюция мирового валютного режима; и
- укрепление глобальных институтов кризисного кредитования.

И по каждой из этих областей еще не ясно, существует ли реальный консенсус относительно необходимых изменений.

На пике жилищного бума в Соединенных Штатах и Европе крупный дефицит в секторе домашних хозяйств некоторых ключевых стран со зрелой экономикой нивелировал профицит стран с формирующимся рынком. Но этот бум мог продолжаться только до тех пор, пока сектор домашних хозяйств, уже имевший высокий долг, продолжал брать займы. Когда домашние хозяйства выбились из сил, правительствам пришлось выступить с крупными пакетами стимулирования. Однако, как неустанно отмечает Мартин Вульф из *Financial Times*, существует риск того, что сверхзадолжавшие домашние хозяйства приведут напрямую к сверхзадолженности правительств.

Очевиден вывод, что страны с большим и крупным дефицитом не должны нести на себе все бремя поддержки глобального экономического роста. Страны с большим профицитом должны также внести свой вклад, а не только полагаться на вторичные эффекты от крупных пакетов стимулирования в странах с дефицитом. В противном случае следующий системный кризис вполне может быть вызван потерей доверия к балансу активов и обязательств страны с развитой экономикой, имеющей крупный внешний дефицит.

Второй аспект, касающийся обменных курсов, не был даже упомянут в коммюнике, выпущенном после первой встречи лидеров Группы 20. Это не вдохновляет; это указывает на нежелание обсуждать ключевые вопросы, стоящие перед мировой экономикой. Решение ФРС понизить процентные ставки в США после кризиса на рынке акций интернет-компаний могло бы привести к слабому доллару и росту экспорта, а не росту инвестиций в жилье. Но ключевые страны проследовали вниз за долларом, ограничив его общее обесценивание. Конечным результатом совместного обесценивания доллара и юаня относительно евро стало увеличение торгового профицита Китая и расширение его финансирования Соединенных Штатов, а не уменьшение торгового дефицита США. Органы регулирования в США смотрели в противоположную сторону, в то время как домашние хозяйства брали крупные займы, а ключевые финансовые учреждения наращивали прибыль при падении доходности, увеличивая долю заемных средств (то есть заимствуя средства, чтобы купить больше активов). Однако трудно представить себе, как могла бы столь долго нарастать уязвимость сектора домашних хозяйств Соединенных Штатов в отсутствие крупного притока средств из центральных банков других стран мира.

Интеграция крупных стран с формирующимся рынком в мировую экономику неизменно будет трудной, если их валютные режимы будут коренным образом отличаться от валютных режимов других больших стран мира, особенно если валюты стран с крупным внешним профицитом будут привязаны к валюте страны с самым большим внешним дефицитом. МВФ пришел к выводу, что уменьшение мировых дисбалансов, вероятно, подразумевает обесценивание валюты страны с дефицитом, и не ясно, должны ли также понизиться курсы валют стран с крупным профицитом. Также не очевидно то, что большинству экспортеров нефти следует сохранять привязку к доллару. Слишком часто курс доллара понижался, когда цена на нефть росла, и повышался, когда она падала.

Наконец, МВФ недостает ресурсов, чтобы стабилизировать глобальную финансовую систему или чтобы обеспечить достаточно большой пул общих резервов, который мог бы служить реальной альтернативой национальному самострахованию (или крупным двусторонним своповым линиям). Многие страны с формирующимся рынком, вероятно, придут к выводу, что для поддержания собственной финансовой стабильности перед лицом больших колебаний экспорта, цен на биржевые товары и потоков капитала потребуются почти невообразимо огромные резервы. Страны с формирующимся рынком, имеющие ВВП, измеряемый триллионом долларов США, и резервы в 200 млрд долл. США, сейчас не уверены, что находящиеся в распоряжении МВФ 200 млрд долл. США (350 млрд долл. США, если считать кредитные линии МВФ, в том числе новую кредитную линию от Японии) будут достаточны. Россия вошла в кризис, имея почти 600 млрд долл. США, и этого будет недостаточно, если ее резервы будут продолжать сокращаться на 100 млрд долл. США в квартал. Недавние колебания глобальных потоков капитала были особенно сильными: рекордный чистый (годовой) приток частного капитала в страны с формирующимся рынком превратился в крупный чистый отток всего за один квартал. Колебания цен на биржевые товары и соответствующих поступлений от экспорта были не менее сильными. Фонд с 200 млрд долл. США слишком мал, чтобы быть актуальным для любой крупной страны с формирующимся рынком.

### Завтрашний мир

Текущий кризис сильно ударил по всем частям глобальной экономики. Страны, которые полагались на приток частного капитала для покрытия внешнего дефицита, страдают от внезапной остановки потоков капитала, сравнимой по своим масштабам с внезапной остановкой, ознаменовавшей кризис 1997–1998 годов. Страны с положительным сальдо счета текущих операций, которые не полагались на продолжающийся приток капитала, находятся не в лучшем положении: импортеры биржевых товаров страдают наравне с их экспортерами в разгар чрезвычайного сокращения глобальной торговли. Что-то, очевидно, идет не так, как надо. Необходимость в более прочной финансовой системе, менее склонной к финансированию чрезмерного дефицита в странах как со зрелой экономикой, так и с формирующимся рынком, а также менее подверженной внезапным изменениям потоков и острым кризисам, не вызывает сомнений.

Предугадать будущие риски трудно. Однако горький опыт последних нескольких месяцев должен побудить все страны усерднее стремиться к этому, а также тщательно подумать о том, какой бы они хотели видеть мировую экономику после текущего кризиса. Одно предложение: не следует полагаться на то, что крупный внешний дефицит Соединенных Штатов будет побуждать к росту спроса во всем мире, или на то, что только дефицит в США будет снабжать мир большим количеством резервных активов. Это не сработало. ■

*Брэд Сетсер — младший научный сотрудник геоэкономики Совета по международным отношениям.*