

ФР

&

ФИНАНСЫ И РАЗВИТИЕ

www.imf.org/fandd

Июнь 2009 года

Поворот
фортуны для
России

Кризис потрясает Европу

Предстоящие трудные
решения



Нижний миллиард Коллиера
Мир после кризиса
Экзотические производные инструменты

Финансы & развитие издается Международным Валютным Фондом ежеквартально на английском, арабском, испанском, китайском, русском и французском языках.

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

Джереми Клифт

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ

Камилла Андерсен
Арчана Кумар
Джеймс Рове
Саймон Уилсон

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ

Маурин Берке
Глен Готтселиг
Серджио Негретте Карденас
Натали Рамирес-Джумена
Хаир Родригес

ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР

Луиса Менхивар

ХУДОЖНИК-ГРАФИК

Лай Ой Луи

ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА

Лиджун Ли
Келли Макколум
Николь Брайнэн-Кимани

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА

Бас Бэккер
Джеймс Гордон
Тим Каллен
Ана Корбачо
Альфредо Куэвас
Пауло Мауро
Жан-Мария Милези-Ферретти
Пол Милс
Ума Рамакришнан
Доменико Фаницца
Томас Хелбинг
Пол Хилберс
Адриен Чисти
Маселло Эстевао

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

подготовлено Отделом переводов МВФ

РЕДАКТОР

Александра Акчурина

КОМПЬЮТЕРНАЯ ВЕРСТКА

The Word Express, Inc.

Услуги подписчикам, изменение

адреса и заявки на рекламу:

IMF Publication Services
700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-7430
Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org

Почтовым отделениям: об изменении адреса просьба уведомить редакцию «Финансов & развития», International Monetary Fund, Washington DC, 20431 USA. Оплата периодических изданий производится в Вашингтоне, округ Колумбия, и в других почтовых отделениях. Издание на английском языке отпечатано в United Lithographers Inc., Ashburn, VA.

© 2008 Международный Валютный Фонд. Все права защищены. Заявки на разрешение перепечатать статьи в **некоммерческих целях** направлять по адресу: Editor-in-Chief, Finance & Development International Monetary Fund Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-8300
Факс: (202) 623-6149

Веб-сайт: <http://www.imf.org/fandd>

За разрешением на перепечатку статей в **коммерческих целях** обращаться в **Copyright Clearance Center** на сайте www.copyright.com. За этот вид услуг взимается номинальная плата.

Мнения, выраженные в статьях и других материалах, принадлежат авторам и не обязательно отражают политику МВФ.



ФИНАНСЫ & РАЗВИТИЕ ЕЖЕКВАРТАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ
МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА
Июнь 2009 • Выпуск 46 • Номер 2

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

КРИЗИС ПОТЯСАЕТ ЕВРОПУ

- 8 Европа в условиях стресса**
Глобальный экономический кризис проверяет на прочность сплоченность Европейского союза
Марек Белка
- 12 Утрата ореола**
Многим странам Центральной и Восточной Европы трудно приспособиться к новым экономическим реалиям
Мартин Цихак и Сробона Митра
- 15 Повесть о двух кризисах**
Экономика России по-прежнему зависит от природных ресурсов, и ей необходима диверсификация в условиях рынка
Эрик Берглеф, Александр Плеханов и Алан Руссо
- 19 Точка зрения. Стресс-тест для евро**
Страны, намеревающиеся отказаться от европейской валюты, стоят перед огромными препятствиями
Барри Айхенгрин
- 22 Точка зрения. Звездный час евро?**
Евро оказался безопасным прибежищем для стран, которым посчастливилось в свое время вступить в этот клуб для избранных
Чарльз Вытлош



А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

- 25 За границами стадиона**
По всем показателям, нынешний глобальный кризис является самым глубоким и самым синхронизированным за весь послевоенный период
М. Айхан Коце, Пракаш Лунгани и Марко Е. Терронес
- 29 В преддверии посткризисного мира**
Оценка роли МВФ в будущей международной финансовой архитектуре
Джон Липски
- 34 Бумы цен на активы: каков лучший способ решения проблемы?**
Не все бумы одинаковы — принятие правильного решения о применении мер политики зависит от того, каким образом распределены активы и кто уязвим в случае возможного краха
Джованни Дель'Ариччия
- 37 Идеальная буря**
Мнение Оливье Бланшара о фундаментальных причинах кризиса
- 40 Игра с огнем**
Фирмы из разных стран с формирующимся рынком заключали контракты с нестандартными производными инструментами, которые привели к огромным убыткам
Рэндалл Додд



Времена испытаний для Европы

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ спад, вызванный финансовым кризисом, который начался в середине 2007 года, превратился в глобальную синхронизированную рецессию. Более жесткие условия финансирования, снижающееся благосостояние и повышенная неопределенность привели к сокращению всех видов спроса. Одновременно с этим Европа вступила в глубокую рецессию, и существует риск того, что ситуация может усугубиться.

В настоящем номере «Ф&Р» говорится о том, какой тяжелый урон был нанесен кризисом европейским странам с развитой экономикой и странам с формирующимся рынком вследствие глобального характера шоков, потрясших как финансовый сектор, так и реальную экономику, а также в связи с прочными региональными и глобальными торговыми связями Европы.

Марек Белка, директор Европейского департамента МВФ, в ведущей статье номера говорит о том, что, помимо безотлагательной потребности в урегулировании кризиса, Европа должна пересмотреть основы Европейского союза, так как многие из них оказались несовершенными или отсутствуют. Существует наиболее настоятельная необходимость в пересмотре основы финансовой стабильности ЕС.

Кризис также испытывает на прочность новые страны-члены Европейского союза в Центральной и Восточной Европе. Однако, во многих отношениях, одним из ключевых европейских институтов, продемонстрировавших свое высокое качество, было евро. Чарльз Выллош и Барри Эйхенгрин обсуждают будущее этой общей валюты.

Также в этом номере экономисты МВФ расценивают текущую рецессию как самую тяжелую за послевоенный период, первый заместитель Директора-распорядителя Фонда Джон Липски анализирует роль МВФ в посткризисном мире, а Джиованни Дель'Ариччиа дает оценку тому, что мы узнали о регулировании бумов цен на активы для предотвращения спадов, которые вызвали такой хаос. Кроме того, мы беседуем с оксфордским экономистом Полом Коллиером о том, как помочь странам с низкими доходами во время текущего кризиса, а Дональд Каберука, президент Африканского банка развития, говорит о том, как директивные органы стран Африки могут подготовиться к тому, чтобы воспользоваться преимуществами глобального экономического подъема.

Джереми Клифт,
главный редактор

- 43 **Новые пути к финансированию**
Когда ощущается нехватка финансирования, развивающиеся страны должны использовать инновационные подходы для мобилизации капитала
Сухас Кеткар и Дилип Ратха
- 46 **Хеджирование, а не пари**
Латиноамериканские компании применяли новые методы для защиты от резких колебаний обменных курсов. Но некоторые использовали те же методы для рискованной игры и понесли крупные убытки
Херман Кэмпил, Беннетт У. Саттон и Крис Уолкер
- 48 **Латинская Америка: когда бюджетное стимулирование является правильным?**
Для некоторых стран стимулирование необходимо в периоды глобальных экономических кризисов. Но в случае других стран это не столь очевидно
Николас Эйзагир, Бенедикт Клементс и Хорхе Каналес-Крильенко
- 50 **Точка зрения. Вопросы философии регулирования**
Считалось, что надзор на основе риска способствует нововведениям и вознаграждает за надлежащее поведение, но он помог приходу глобального финансового кризиса
С. Райхан Замил

- 32 **Представьте себе**
Неисследованная территория
Когда наступательная денежно-кредитная политика оказывает противодействие кризису
Коши Матай и Саймон Уилсон
- 52 **Возвращение к основам**
Что такое налогово-бюджетная политика?
Марк Нортон и Асмаа Эль-Ганейни
- 54 **Откровенный разговор**
Включите этот двигатель
Директивные органы стран Африки должны подготовиться к глобальному экономическому подъему, выведя на предстартовые позиции частный сектор
Дональд Каберука
- 56 **Крупным планом**
Американские горки
Недавнее резкое повышение и падение цен на биржевые товары — не первое и не последнее
Томас Хелблинг, Несе Эбрил и Марина Руссе

РУБРИКИ

- 2 **Краткие сообщения**
Частное школьное обучение; МВФ содействует в обеспечении защиты наиболее уязвимых; Работать с цифрами; МВФ пересматривает практику кредитования; На берегу; Мосты для экономического роста
- 4 **Люди в экономике**
По-прежнему нижний миллиард
Интервью Гленна Гуттселига с Полом Коллиером

Фотографии: обложка — Алик Кеплиц/Associated Press; стр. 2 — Стивен Яффе/МВФ; стр. 2 — Афтаб Ахмед/PPI Photo/Newscom; стр. 3 — Newscom; стр. 3 — Хоанг Дин Нам/AFR/Newscom; стр. 4 — Майкл Спилотро/МВФ; стр. 8–9 — Интс Калнинс/Reuters/Newscom; стр. 12–13 — Дэниел Михайлеску/AFR/Getty Images; стр. 15 — Денис Синяков/AFR/Getty Images; стр. 19 — Image Source/Corbis; стр. 23 — Петр Малек/Панос; стр. 25 — Джордж Хаммерстейн/Solus-Veer/Corbis; стр. 29 — Питер Макдьярмид/Getty Images; стр. 32 — Bettman/Corbis; стр. 32 — Newscom; стр. 33 — Лэнс Нельсон/Corbis; стр. 33 — Алекс Вонг/Getty Images; стр. 33 — Пол Дж. Ричардс/AFR/Getty Images; стр. 34 — Кристофер Трипплаар/Sipa Press/Newscom; стр. 37 — Джим Рид/Corbis; стр. 40 — Джон Гресс/Corbis; стр. 43 — Дэвид Г. Уэллс/Corbis; стр. 48–49 — Энцо и Паоло Рагаццини/Corbis; стр. 50 — Рид Саксон/Associated Press; стр. 54 — Юрий Грипач/Reuters/Newscom.

Частное школьное обучение

Растет число данных, свидетельствующих о том, что заключение контрактов с частным сектором на оказание услуг в области образования имеет свои преимущества, включая более высокую эффективность, повышенные возможности выбора и более широкий доступ, говорится в новом докладе Всемирного банка, озаглавленном «Роль и воздействие партнерств между государственным и частным сектором в области образования». Эти результаты особенно справедливы в отношении домашних хозяйств, которые не получают адекватного обслуживания через традиционные механизмы.

В докладе говорится о том, как развивающиеся страны все шире используют частные образовательные организации — религиозные, местные общинные, частные коммерческие и некоммерческие — для содействия в оказании услуг образования. В нем сделан вывод, что такие партнерства демонс-



трируют успехи в повышении доступа к образованию, обеспечении равенства и улучшении знаний учениками.

С наступлением глобального экономического кризиса бедные страны столкнулись с угрозой краха их системы образования, побудив Всемирный банк увеличить в этом году вдвое, до более чем 4 миллиардов долларов США, финансирование образования для стран с низким и средним уровнем доходов.

МВФ содействует в обеспечении защиты наиболее уязвимых

МВФ стремится обеспечить условия для того, чтобы экономические корректировки, проводимые в целях преодоления последствий глобального финансового кризиса, учитывали также потребности наиболее уязвимых слоев населения путем создания или укрепления систем социальной защиты.

Во всех случаях, где это возможно, уровень социальных расходов поддерживается или повышается. Например, в Пакистане расходы будут увеличены в целях защиты малоимущих за счет денежных трансфертов и адресных субсидий на электроэнергию. Примерно треть программ в странах с низкими доходами включают нижние пределы социальных и других приоритетных расходов.

Структурные реформы планируются таким образом, чтобы защитить наиболее уязвимых. Например, в Венгрии сокращение пособий не распространялось на пенсионеров с низкими доходами. МВФ в тесном сотрудничестве с Всемирным банком и донорами проводит работу по определению объема внешнего финансирования для целей социальной защиты и содействию в ускорении реформы систем социальной защиты.



Работать с цифрами

Банк международных расчетов, Европейский центральный банк и Международный Валютный Фонд совместно опубликовали первую часть «Руководства по статистике ценных бумаг», которое охватывает выпуски долговых ценных бумаг.

Это руководство является первым изданием такого рода, касающимся исключительно составления и представления статистики ценных бумаг. Цель первой части издания — оказать национальным и международным учреждениям

События в 2009 году

- 25–26 июня, Базель, Швейцария
Восьмая ежегодная конференция Банка международных расчетов
- 22–24 июня, Сеул, Корея
Ежегодная банковская конференция по вопросам экономики развития
- 8–10 июля, Лакила, Италия
Саммит Группы восьми
- 19–21 августа, Джексон-Хоул, штат Уайоминг, США
Ежегодный экономический симпозиум Федерального резервного банка Канзас-Сити
- 10–22 сентября, Далиан, Китай
Ежегодная встреча новых чемпионов Всемирного экономического форума 2009 года
- 6–7 октября, Стамбул, Турция
Ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка
- 8–10 ноября, Нью-Дели, Индия
Индийский экономический саммит Всемирного экономического форума
- 13–14 ноября, Вашингтон, США
Десятая ежегодная научно-исследовательская конференция им. Жака Полака, МВФ
- 14–15 ноября, Сингапур
Совещание Совета азиатско-тихоокеанского экономического сотрудничества

помощь в составлении актуальной, согласованной и сопоставимой на международном уровне статистики ценных бумаг для использования в анализе финансовой стабильности и разработке денежно-кредитной политики.

Руководство может быть постепенно расширено за счет включения в него авуаров долговых ценных бумаг, а также выпусков и авуаров других видов ценных бумаг. Для загрузки этого издания обращайтесь на веб-сайт по адресу: www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm.

МВФ пересматривает практику кредитования

МВФ завершил важный пересмотр своей системы кредитования, с тем чтобы повысить свой потенциал предотвращения и урегулирования кризисов. Эти реформы по-новому определяют пути взаимодействия МВФ с государствами-членами.

В рамках пакета реформ МВФ создал новую кредитную линию для проводящих надлежащую политику стран с формирующимся рынком. Фактическое предоставление средств не осуществляется поэтапно, и не существует условий, которые должны выполняться после утверждения гибкой кредитной линии МВФ для страны. К настоящему моменту кредиты были предоставлены Колумбии, Мексике и Польше на общую сумму 78 млрд долларов США.

МВФ также отменил процедуры, которые в прошлом затрудняли диалог с некоторыми странами и препятствовали обращению за финансовой поддержкой других стран из-за сложившегося в ряде регионов отрицательного сте-

реотипа, связанного с отношениями с Фондом. Новая основа кредитования ориентирована в первую очередь на основополагающие цели программы структурных реформ страны, а не на необходимость ее принятия в соответствии с определенными сроками. Новые правила будут распространяться на все кредитные программы МВФ, в том числе программы со странами с низкими доходами.

В качестве связанного с этим события, Группа 20-ти стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком договорились в апреле об увеличении втрое ресурсов МВФ до 750 млрд долларов США и об удвоении объема денежных средств, направляемых на льготное кредитование стран с низкими доходами. Расширенный пул кредитных ресурсов, наряду с реформами системы кредитования, позволит МВФ играть более значимую роль в преодолении текущего глобального кризиса.

На берегу

Специалисты по экологии из 120 стран встретились в Индонезии в середине мая для участия в крупной конференции по рациональному использованию прибрежных и морских ресурсов, за которой последовал первый Саммит руководителей стран в рамках Инициативы «Коралловый треугольник».



Учредительная Конференция по проблемам мирового океана была призвана сосредоточить общемировое внимание на мерах, необходимых для защиты состояния морских экосистем, и той важной роли, которую они играют в регулировании глобального потепления климата.

В ходе саммита руководители шести стран Азиатско-Тихоокеанского региона — Индонезии, Малайзии, Папуа-Новой Гвинеи, Соломоновых Островов, Тимора-Лешти и Филиппин — утвердили соглашение, в котором излагается план действий по обеспечению устойчивости их общих прибрежных и морских ресурсов.

«Конференция по проблемам мирового океана и Инициатива «Коралловый треугольник» помогают региону совместными усилиями устранять чрезвычайно серьезные угрозы для морских и прибрежных ресурсов, создаваемые изменением климата, нерациональными методами рыболовства и наземными источниками загрязнения моря, — заявил вице-президент Азиатского банка развития (АзБР) Лоуренс Гринвуд. — АзБР активно поддерживает эти усилия.

АзБР выступает в качестве ведущего учреждения в работе по привлечению внутренних и международных финансовых ресурсов для этой программы международного сотрудничества, а также в предоставлении технической и финансовой поддержки.

Мосты для экономического роста

Всемирный банк приступил к осуществлению двух многомиллиардных инициатив по инвестированию в инфраструктуру, призванных помочь развивающимся странам выдержать глобальный финансовый и экономический кризис.

В рамках программы Всемирного банка по восстановлению инфраструктуры и созданию активов и механизма финансирования для преодоления инфраструктурного кризиса, организованной Международной финансовой корпорацией (члена Группы Всемирного банка, занимающейся главным образом инвестициями частного сектора), будет привлечено более 55 млрд долларов США в течение последующих трех лет для осуществления инфраструктурных проектов в развивающихся странах.

Глобальный финансовый кризис привел к сокращению инвестиций в инфраструктурные проекты, особенно в развивающихся странах. Широко признано, что инфраструктурные проекты играют ключевую роль в создании рабочих мест и заложении основы для будущей производительности и роста.



Каталитическая роль инфраструктуры в сокращении бедности признается также в Целях развития Декларации тысячелетия, включающих услуги водоснабжения и канализации в качестве целей, которые должны быть достигнуты к 2015 году.



По-прежнему

НИЖНИЙ МИЛЛИАРД

Интервью Гленна Готтселига с оксфордским экономистом Полом Коллиером

Ф&Р. В недавнем выступлении перед экономистами МВФ Вы говорили о макроэкономике нижнего миллиарда. Какие, по-вашему мнению, общие макроэкономические проблемы стоят перед этими странами?

Коллиер. По моему мнению, страны нижнего миллиарда, то есть страны с низкими доходами, отличаются не только тем, что в них в среднем принимается меньше надлежащих мер экономической политики, чем в странах со средними доходами, но и тем, что у них существуют иного рода проблемы. Поэтому надлежащая политика в этих условиях просто будет выглядеть по-другому, чем надлежащая политика в условиях стран со средними доходами, и этот факт признается в недостаточной мере. Начнем с выяснения того, чем принципиально отличается страна с низкими доходами от страны со средним уровнем доходов. Из этих различий проявятся и различные стратегии, и различные ответные меры.

Самым принципиальным отличием этих стран является чрезвычайный дефицит капи-

тала. Следствием этого является то, что они должны пройти через продолжительную фазу высоких инвестиций. В настоящее время в Африке среднее отношение инвестиций к ВВП составляет менее 20 процентов, тогда как для того, чтобы нагнать другие страны, сравняться с ними, эта норма должна превышать 30 процентов. Соответственно, им нужно увеличить норму инвестиций с менее 20 процентов до более 30 процентов, а это очень значительное изменение.

Ф&Р. Как этого можно добиться?

Коллиер. Для этого требуется план действий по повышению потенциала для продуктивных инвестиций. Я называю это фазой инвестирования в инвестирование. Эти меры касаются отчасти макроэкономических действий, а отчасти также мер на уровне микроэкономики. Если мы просто говорим, что это бесполезно, страна не имеет потенциала для инвестирования, это создает ситуацию, которую я называю экономикой Полония: «не будь ни

кредитором, ни заемщиком». Такой подход всегда подвергался насмешкам. В «Гамлете» Шекспир представляет Полония, по существу, помпезным дураком. В случае стран с низкими доходами, ни заемщик, ни кредитор не разорятся, поскольку они никогда не смогут профинансировать сдвиг к нормам инвестиций свыше 30 процентов.

Безусловно, при повышении норм инвестиций и заимствования мы не хотим повторения долгового кризиса, поэтому необходимо, чтобы инвестиции осуществлялись намного лучше, чем это делается сейчас. Это — стратегия инвестирования в инвестирование, формирования потенциала для производства качественных инвестиций. И это то, что МВФ не может сделать в одиночку. Это в значительной мере вопрос действий на уровне микроэкономики, и потому здесь макроуровень зависит от микроуровня. МВФ необходимо работать в сотрудничестве с организацией, которая отвечала бы за эти действия на микроуровне, — такой организацией в значительной мере является Всемирный банк. Безусловно, МВФ в принципе так и работает, но на практике в недостаточной мере. Эти две организации должны трудиться над общим базовым планом действий в области инвестирования в инвестирование, что может потребовать до трех лет работы с правительствами, чтобы решающим образом повысить потенциал стран по производству качественных инвестиций.

Итак, дефицит капитала является важнейшей определяющей характеристикой стран с низкими доходами, но это не единственная их отличительная черта. Как правило, такие страны богаты ресурсами, и это поднимает также вопросы сбережений и инвестиций. По мере добычи природных ресурсов происходит истощение природного богатства стран, а из-за чрезвычайной изменчивости цен на биржевые товары потоки доходов являются в высокой степени непредсказуемыми. В этих условиях странам с низкими доходами требуются особые стратегии сбережений и инвестиций.

Цель снижения абсолютной бедности — единственная цель нижнего миллиарда — это то, в чем эти страны все более отдалялись от остального человечества в течение последних 40 лет. В центре внимания должно быть, прежде всего, сближение этих стран с остальными. Им необходимо нагнать другие страны, а это означает, что темпы их роста должны быть выше, чем в других развивающихся странах. А для этого требуются нормы инвестиций, которые были бы, по крайней мере, соизмеримы с нормами инвестиций в успешных развивающихся странах.

Третьей отличительной характеристикой стран с низкими доходами является то, что им требуется заглянуть свое прошлое. Прошлое в этих странах было, как правило, непросто, и потому у них часто отсутствует хорошая репутация, особенно среди инвесторов. Учитывая эту ситуацию, им нужны технологии принятия обязательств — так я называю механизм, с помощью которого эти страны заранее брали бы на себя обязательства предпринять впоследствии те или иные действия и тем самым повышали бы доверие к себе. Часть основной деятельности МВФ как раз и заключается в обеспечении технологий принятия обязательств посредством условий, являющихся неотъемлемой частью программ кредитования.

Наконец, эти страны обычно имеют очень низкий потенциал для фактического осуществления государственных расходов на надлежащем уровне добросовестности и эффективности. Поэтому создание систем, которые позволяют добиться этой цели, является частью программы работы в странах с низкими доходами как для МВФ, так и для Всемирного банка.

Ф&Р. В условиях, когда во всем мире правительства стран с развитой экономикой сдвигают свои приоритеты в области расходов на сторону решения проблем экономического спада, насколько важно, чтобы помощь продолжала направляться в развивающиеся страны?

Коллиер. Сейчас время направлять государственные ресурсы в беднейшие страны, поскольку частные потоки средств сокра-

щаются. Эти частные потоки поступали в двух формах — денежные переводы и частные инвестиции, и оба эти потока быстро иссякают. Страны с низкими доходами не были источником этого кризиса, но они страдают от него. Это как раз такая ситуация, для которой и создавались государственные и международные организации развития. Если посмотреть в прошлое, то мы увидим, что в 1940-е годы была похожая ситуация, когда не было никакой надежды, что частный капитал будет в состоянии обеспечить восстановление Европы, и были созданы государственные и международные организации для направления общественных денег на решение этой задачи. Сейчас помощь и международные общественные усилия требуются другой группе стран. И для настоящего момента это верное решение.

Ф&Р. В последние месяцы Группа 20-ти приобрела более значимую роль как форум правительств крупнейших стран. Является ли это, по Вашему мнению, позитивным сдвигом для нижнего миллиарда?

Коллиер. Да, несомненно. В последние годы группа стран, о которых с уверенностью можно сказать, что они могут отчасти решить мировые проблемы, чрезвычайно расширилась. Шестидесять лет назад это были только США. Затем Европа превратилась из источника проблем в источник решений. А теперь возник целый новый класс стран, таких как Бразилия, Китай, ЮАР, которые могут внести вклад в решение мировых проблем. Я только что работал в Гаити, где девять тысяч бразильцев в составе миротворческих сил поддерживают порядок и спокойствие в течение последних пяти лет. Это огромный вклад Бразилии в улучшение положения в беднейшей стране Западного полушария.

Группа 20-ти отражает весьма запоздалое признание того факта, что мы, к счастью, перешли от Группы одного, как было шестьдесят лет назад, к Группе восьми, а теперь к Группе 20-ти. Это — повод для торжества, и это то, что институциональная архитектура также признала с опозданием.

Ф&Р. Какова, по Вашему мнению, роль МВФ в оказании помощи странам с низкими доходами?

Коллиер. Правильная политика в странах с низкими доходами не будет такой же, как правильная политика в развитых странах, то есть, нет никакой идеальной, поднебесной модели «правильности», к которой мы все стремились бы, и в которой облака в стратосфере были бы странами Группы восьми, а очень низкие облака — странами с низкими доходами. Это не наш мир.

Я думаю, МВФ может выполнять три различные функции. Во-первых, для правительств стран с низкими доходами МВФ является источником денег. Во-вторых, МВФ через свои программы создает систему принятия обязательств для доноров. А третья функция, которую я считаю самой важной, заключается в том, чтобы выполнять концептуальную и координирующую роль в оказании содействия многим различным участникам процесса развития в странах с низкими доходами, в том числе разнообразным ведомствам и различным правительствам.

Однако моя более важная идея заключается в том, что верные ответы на макроэкономические вопросы зависят от решения проблем в области микроэкономики и институциональной системы. Если принимать микроэкономические и институциональные условия как заданные — а это то, что делал МВФ, — верные ответы на макроэкономические вопросы являются неверными макроэкономическими решениями для развития.

Как следствие, МВФ не может отвернуться от необходимости решать микроэкономические и институциональные проблемы. Очевидно, что МВФ не может заниматься всем сразу, но ему надо найти способы, как объединить свою работу в отношении стран с низкими доходами с работой других организаций, занимающихся микроэкономическими и институциональными вопросами. Ему необходимо формировать совместные группы,

параллельно направляемые на решение связанных задач, особенно с Всемирным банком.

ФэР. Какие Вы можете назвать препятствия для продуктивных высоких уровней инвестиций в государственном секторе?

Коллиер. Одно — это определение проектов, другое — их реализация. Нам известно, что первая задача решается очень плохо. Безусловно, есть экономическая технология для определения надлежащих проектов, которая называется анализ выгод и издержек, но я часто задаю вопросом, является ли этот подход реалистичным и нет ли более действенного и более короткого пути.

Часто этот подход даже не является желательным, поскольку анализ проектов на основе выгод и издержек работает на дискретной и индивидуальной основе. А наша задача в странах с низкими доходами заключается в том, чтобы постараться превратить их в страны со средними доходами, и мы пытаемся сделать это достаточно быстро. А индивидуальный подход с рассмотрением раздельно каждого проекта не позволяет учесть все эффекты, которые являются внешними по отношению к отдельному проекту.

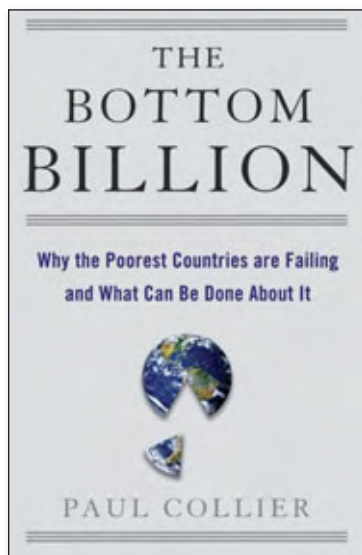
Возьмем, например, вопрос крупных транспортных артерий, которые обеспечили бы связь не имеющих доступа к морю стран Африки с прибрежными районами. За 40 лет эти транспортные магистрали не были созданы. Эти инвестиции не осуществляются. Почему? Потому что даже если проводится анализ выгод и издержек, а часто даже это не делается, то выясняется, что эти проекты не проходят тест на соотношение выгод и издержек, поскольку анализ проводится раздельно по странам, и все остальные части экономики в нем принимаются как заданные. Мне кажется, что имело бы больший смысл попытаться задать вопрос о том, как выглядит типовая государственная инфраструктура в странах со средними доходами, поскольку именно к этому мы хотим прийти. И учитывая, что на данный момент мы так далеки от обоснованного планирования государственных инвестиций, возможно, нам нужен такой упрощенный подход.

ФэР. Что определяет успехи или неудачи?

Коллиер. Я как раз недавно проводил анализ набора данных, а их тысячи, по всем проектам Всемирного банка, чтобы выяснить, в чем разница между успехом и неудачей. В частности, рассматривались постконфликтные ситуации. И ответ заключается в том, что для определения различий между успехом и неудачей все большую роль играет надзор.

Понятно, что постконфликтные ситуации представляют собой крайний случай стран с низкими доходами. После конфликта оказывается, что во время конфликта частный сектор прекратил заниматься любой формальной деятельностью. Во время конфликта государство является хищником, и частный сектор учится скрываться; он уходит в неформальную сферу. Восстановление после конфликта отчасти заключается в том, чтобы вернуть частный сектор в формальные структуры, и если при этом ударить по формальному сектору высоким налогообложением, стремясь слишком быстро повысить доходы государства, этот более фундаментальный процесс восстановления постконфликтной экономики замедляется.

В постконфликтной ситуации есть некоторые проблемы, которые являются общими для государственного и частного сектора, и одной из ключевых проблем является высокая стоимость инвестиционных товаров в странах с низкими доходами.



В книге «Нижний миллиард», впервые опубликованной в 2007 году, критически рассматриваются традиционные взгляды на развитие и помощь.

Эти инвестиционные товары включают здания, возводимые строительным сектором. В странах с низкими доходами, для которых характерны низкие нормы инвестиций, строительный сектор является небольшим, а постконфликтная ситуация здесь также является крайним примером. Во время конфликта строительный сектор прекращает свое существование, поскольку никто ничего не строит. Общество концентрирует свое внимание на разрушении. Поэтому, когда конфликт заканчивается, мы остаемся с очень незначительным строительным сектором. Однако в этих условиях самая большая и насущная потребность — это восстановление разрушенного. В результате чрезвычайно активный спрос на восстановительные работы в условиях крошечного строительного сектора создает чрезвычайно крутую кривую предложения в строительстве.

Это — микроэкономическая ситуация с макроэкономическими последствиями, поскольку она означает, что, даже если израсходовать огромные средства на инвестиции, государственные или частные, приобретения будут невелики. Производимые

в этих условиях расходы распыляются при подъеме по этой крутой кривой предложения. И потому одним из приоритетных направлений политики в странах с низкими доходами является сглаживание этой кривой предложения в строительном секторе.

ФэР. Как этого можно добиться?

Коллиер. Это опять-таки вопрос перехода от макроэкономических вопросов к проблемам на микроуровне, и здесь требуется рассмотрение производственной цепи в строительном секторе. Часто в этих условиях есть узкие места в правовой сфере, которые затрудняют доступ к земле для строительства. Существуют узкие места в импорте материалов: классическим узким местом является цемент. Есть узкие места в кадрах, требуется минимальный уровень строительной квалификации, а это требует инвестиций в потенциал системы образования, создающей эту квалификацию. И, наконец, нужны организации, фирмы, специализирующиеся на строительстве.

Обычно есть возможность обойти эту потребность во внутреннем строительном секторе за счет привлечения иностранных строительных фирм, но тут ребенок выплескивается вместе с водой, поскольку строительный сектор имеет потенциал создания значительной занятости в этих странах, и в постконфликтных ситуациях это чрезвычайно ценная возможность. Говоря техническим языком, теневая заработная плата молодых мужчин в постконфликтных ситуациях является отрицательной. Поэтому выгодно расходовать деньги на то, чтобы нанять их на работу, даже если они не будут ничего делать. Но на практике их можно продуктивно использовать в строительном секторе.

ФэР. Что вы можете сказать о богатых природными ресурсами развивающихся странах?

Коллиер. Это та сфера, в которой я работал, вероятно, больше всего за последние несколько месяцев. Богатые ресурсами страны отличаются тем, что природные ресурсы создают проблемы, связанные с их истощением, и проблемы, связанные с шоками цен. Соответственно, опасность истощения и изменчивость цен всегда сопровождают богатство природными ресурсами, и каждый из этих факторов имеет свои последствия. Истощение природного богатства, очевидно, имеет следствия

для сбережений. По мере того как расходуется один вид активов, необходимо увеличивать какой-нибудь другой компенсирующий его актив. Возможно, это накопление не обязательно должно быть один к одному, но оно, безусловно, требуется, а это означает, что в богатых ресурсами странах нормы сбережений должны быть еще выше, чем в других странах с низкими доходами.

Мое предложение заключалось в том, что типичная страна с низкими доходами должна инвестировать приблизительно 30 процентов ВВП. А в странах с низкими доходами, у которых происходит истощение природных ресурсов, эта норма должна быть выше. Какие формы принимают сбережения в этих странах? Страны с низкими доходами — это не Норвегия. В них нет избытка капитала. У них нет значительных объемов капитала на одного работника. Наоборот, количество капитала на одного работника у них самое низкое на планете, и потому, очевидно, им необходимо использовать сбережения на увеличение запаса капитала в стране. Здесь необходима фаза инвестирования в инвестирование, и это возвращает нас к моему предыдущему аргументу. Этот этап инвестирования в инвестирование является еще более важным в богатых природными ресурсами странах с низкими доходами.

Теперь о том, как можно бороться с изменчивостью. Стандартным подходом является хранение сбережений в ликвидной форме, но я достаточно неохотно пришел к выводу, что у богатых природными ресурсами стран с низкими доходами нет иного выхода, кроме как справляться с изменчивостью силами своей реальной экономики, а не пытаться сгладить ее с помощью суверенных фондов ликвидности. Я не хочу доводить это утверждение до крайней точки, что означало бы полный отказ от попыток какого-либо использования фондов ликвидности, но моя мысль заключается в том, что цель должна быть намного скромнее, чем фактическая стабилизация государственных расходов.

Если мы допустим, что государственные расходы будут изменчивыми, на какой части государственных расходов должна в наибольшей степени отражаться изменчивость: на инвестициях или на потреблении? Здесь современные учебники по экономике говорят нам о том, что плохо, когда наблюдается изменчивость в государственном потреблении; существует такая вещь, как формирование привычек, и снижение государственного потребления несет с собой социальные издержки, когда привычки уже сформировались.

Изменчивость инвестиций не столь опасна, поскольку могут происходить достаточно крупные колебания величины инвестиций, и они будут проявляться лишь в очень незначительных колебаниях запаса капитала. Они стабилизируют государственное потребление, и тем самым достигается достаточно заметная стабилизация запаса капитала, но при этом допускается изменчивость в величине инвестиций.

Однако странам с низкими доходами необходимо это делать, не внося искажающих изменений в норму прибыли на инвестиции, а это усложняет задачу инвестирования в инвестирование, поскольку в случае богатых природными ресурсами стран это означает, что требуется потенциал для изменения норм инвестиций. Однако вспомним, что эти колебания будут происходить вблизи высокого уровня инвестиций, например, 35 процентов. Вероятно, в предельных случаях они будут колебаться между 45 процентами и 25 процентами. Эти 20-процентные сдвиги будут менее разрушительными, чем колебания между 19 процентами и минус 1.

Ф&P. Насколько сильно глобальный экономический кризис сказался на странах с низкими доходами?

Коллиер. Основной удар пришелся на государственный сектор вследствие падения цен на сырьевые товары и соответствующего уменьшения государственных доходов. И, как я указывал в своей собственной недавней работе, тяжесть послед-

ствий падения цен на биржевые товары, через их последствия для ВВП, зависит от структурной политики страны в предшествующий потрясению период. Так что это не только вопрос ответных мер страны после шока — если страна подвержена шокам, она может построить свою политику таким образом, чтобы уменьшить макроэкономические последствия падения цен на сырьевые товары. Программа действий на микроэкономическом уровне, которая в подобных случаях, как представляется, дает заметные результаты, заключается в том, чтобы предоставлять фирмам достаточную свободу быстро входить на свои рынки и так же быстро выходить с них. Это именно тот вывод, который мы получили, используя базу данных из обследований Всемирного банка в рамках проекта «Ведение бизнеса». Там, где фирмы с большей легкостью могут начинать заниматься новой деятельностью и им легче прекратить свою деятельность, там отмечается значительно меньшее влияние снижений цен биржевых товаров на ВВП.

Я полагаю, что те деньги, которые выделила Группа 20-ти и которые будут проходить через МВФ, по-видимому, предназначены для поддержки платежного баланса. Я считаю, что поддержка платежного баланса должна быть направлена на поддержку государственного сектора в увеличении его бюджетного дефицита. Тогда вопрос заключается в том, как это будет сказываться на различных составляющих государственных расходов?

Если бы инвестиции были оптимальными, то, как я отмечал ранее, эти страны приняли бы на себя шок, допустив спад в инвестициях. К сожалению, инвестиции в странах с низкими доходами даже не близки к оптимальным. Они слишком низки, и отсюда возникает дилемма. Стратегия принятия на себя шока за счет сокращения государственных инвестиций в долгосрочном плане уводит нас в прямо противоположном направлении от желаемого. Представляется очевидным, что в тех случаях, когда периодические государственные расходы были повышены в последнее время, они должны были быть вновь сокращены до того, как сформировались привычки. Поэтому прежде чем страны привыкли к этим более высоким уровням государственного потребления, государственное потребление должно быть сокращено. Государственные инвестиции должны быть защищены.

Более радикальный подход, с моей точки зрения, мог бы заключаться в том, чтобы одновременно с увеличением бюджетного дефицита производить достаточно резкий сдвиг в структуре государственных расходов от потребления к инвестициям. Это возвращает нас к проблеме принятия обязательств. Существуют ситуации низкого доверия, и в таких условиях повышение бюджетного дефицита при одновременном сокращении инвестиций немедленно рассматривается как признак популизма. Правильной ответной мерой для противодействия потенциально вредоносному сигналу о повышении бюджетного дефицита является четкий сигнал о том, что правительство стремится защитить будущее страны путем увеличения инвестиций и снижения государственного потребления.

Наконец, негативный шок часто создает возможность для коренного изменения экономической политики. Кризис открывает возможности. По моему мнению, главная возможность, которой необходимо воспользоваться, заключается в принятии правительствами указанной концепции инвестирования в инвестирование, а также в том, чтобы всерьез попытаться повысить потенциал инвестирования. Кризис создает возможность переориентировать приоритеты политики на такое формирование долгосрочного потенциала для инвестиций. ■

Пол Коллиер — профессор экономики в Оксфордском университете и директор Центра изучения экономики стран Африки. Гленн Гуттслиг — сотрудник журнала «Финансы и развитие».

Европа в условиях стресса

Глобальный экономический кризис проверяет на прочность сплоченность Европейского союза

Марек Белка

ГЛОБАЛЬНЫЙ финансовый кризис подтолкнул процесс исторического развития Европы к «еще более тесному союзу». В течение многих лет реализация великого европейского проекта протекала бесперебойно: союз пополнялся новыми членами, устранялись барьеры, разделявшие людей, а благосостояние стран росло. Нынешний кризис впервые подверг этот процесс серьезному испытанию, вскрыв недостатки системы, остававшиеся незаметными на протяжении благополучных лет. Хотя со временем меры в ответ на кризис, принимаемые странами и регионом в целом, становятся все более скоординированными, эти меры недостаточны и принимаются слишком поздно. Смогут ли европейские институты и правительства стран предпринять необходимые ответные действия в соответствии с меняющимися условиями, продолжая движение к «более полной Европе», или же результатом будет «менее полная Европа», либо вообще «множество Европ»? В обозримом будущем судьба Европы будет зависеть от тех решений, которые принимаются во время нынешнего кризиса. Проблемы на Западе отличаются от проблем на Востоке, однако многие из этих проблем, которые действительно являются наиболее серьезными, должны решаться совместными усилиями.

Что необходимо предпринять в финансовом секторе

Развитые страны Европы переживают глубочайшую рецессию со времен Второй мировой войны. Решительные и беспрецедентные меры политики помогли предотвратить полный крах финансового сектора и еще более тяжелые последствия для производства, однако перспективы по-прежнему не обнадеживают, и последующее восстановление экономики, вероятно, будет медленным и неустойчивым. Не ограничиваясь мерами, необходимыми для преодоления кризиса, Европа должна переосмыслить те устои, на которых она основана, поскольку, как выяснилось, многие из них были несовершенными или вообще отсутствовали.

Наиболее безотлагательной задачей является *пересмотр основы финансовой стабильности Европейского союза*. Это необходимо для того, чтобы избежать финансовых кризисов в будущем и свести к минимуму издержки этих кризисов, когда они происходят. Хотя директивные органы в целом реагировали на кризисы довольно оперативно, страны зачастую решали аналогичные проблемы по-разному, что создавало трудности для других стран.

В этой связи показательным примером являются гарантии по депозитам. Под воздействием кризиса многие страны увеличили объем гарантий, причем некоторые из этих стран действовали более осторожно, другие же предоставляли неограниченные гарантии. Такая искаженная конкуренция влияла на размещение депозитов и приводила к напряженности между директивными органами различных стран, однако важнее всего то, что она подрывала доверие общества к антикризисным мерам в Европе. Несмотря на предпринимавшиеся попытки решить эти проблемы, многое еще предстоит сделать. Например, в соглашениях о страховании депозитов оговаривается минимальный уровень, но не максимальный. Если бы был установлен максимальный уровень, это помогло бы урегулировать вопросы, касающиеся конкуренции.

В Европе развитие систем регулирования и надзора отставало от интеграции финансового рынка. Существующая система, хотя она постепенно движется в направлении общего для всей Европы решения, не обеспечивает достаточной готовности к системным рискам. Для того чтобы предотвратить раскол европейских финансовых рынков по территориальному признаку, необходима «более полная Европа», особенно в том, что касается регулирования, надзора и достижения договоренностей относительно распределения затрат на поддержку трансграничных институтов.

Еще один урок кризиса заключается в том, что *необходимо срочно создать общеевропейскую систему макропруденциального надзора* во избежание циклов подъемов и спадов, подобных





Девочка идет мимо витрины магазина в Риге, Латвия.

тому, от которого страдает мировая экономика в настоящее время. Недавнее предложение Европейской комиссии, основанное на докладе, подготовленном бывшим Директором-распорядителем МВФ Жаком де Ларозьером, должно стать важным шагом на пути к достижению этих целей повышения конкурентоспособности, однако в конечном итоге потребуется сделать гораздо больше.

В краткосрочной перспективе необходимо, чтобы *европейская финансовая система добилась более быстрого и скоординированного прогресса в признании убытков, обособления унаследованных активов, стресс-тестирования и рекапитализации жизнеспособных организаций* и санации остальных. Без таких мер, направленных на восстановление устойчивого состояния финансового сектора, макроэкономический эффект поддержки, предоставляемой правительствами и центральными банками разных стран региона, будет сведен на нет.

Зона евро под угрозой

Кризис усилил напряженность в зоне евро. Во многих из 16 стран-членов зоны евро образовались крупные дефициты бюджета и счета текущих операций, в сочетании с вялым экономическим ростом и высокими коэффициентами задолженности. В настоящее время эти страны находятся в более трудных условиях в плане финансирования, а перспективы их экономического роста выглядят еще хуже. Это заставило некоторых аналитиков поставить под вопрос дальнейшее существование зоны евро, а других — призвать к еще большей «сплоченности», например, путем выпуска еврооблигаций для финансирования стран или расширения налогово-бюджетных полномочий федеральных правительств. Все это сложные и деликатные вопросы, однако если их не урегулировать, они могут принять весьма разрушительный характер.

Возобновление структурной реформы ослабило бы напряженность и помогло Европе противостоять нарастающему со-

циальному давлению после кризиса. В контексте заключенного странами Европейского союза Лиссабонского соглашения Европа добилась важных успехов в процессе либерализации и открытия своих рынков, в результате чего повысились производительность и занятость. Однако в последние годы прогресс замедлился. Это особенно огорчает, поскольку кризис угрожает будущему экономическому росту, необходимому для повышения конкурентоспособности, вытесняя людей с рынка труда и снижая уровень частных инвестиций. Для того чтобы вдохнуть новую жизнь в экономику европейских стран, необходимы структурные реформы второго поколения.

Иногда кризисы ослабляют решимость политиков, но они могут также стать мобилизующим фактором, предоставляя возможность преодолеть давно существующие препятствия. Рассмотрим крупномасштабные реформы, проведенные в Италии после кризиса курсового механизма (ERM) 1992–1993 годов, коренную реорганизацию в Соединенном Королевстве после «зимы тревоги» в конце 1970-х годов, и решительные реформы в Ирландии и Нидерландах в начале 1980-х годов после ухудшения макроэкономической ситуации и глобальных шоков предложения.

Сегодня главные задачи на повестке дня должны заключаться в усилении конкуренции в тех секторах, которые все еще пользуются защитой, и повышении гибкости рынков труда, которые должны быть менее разделенными между надежно защищенными инсайдерами на постоянных контрактах и уязвимыми аусайдерами на временных контрактах. И теория, и опыт свидетельствуют о том, что эти реформы оказываются наиболее эффективными тогда, когда они осуществляются одновременно, когда работники получают выгоды от снижения цен, фирмы — от снижения затрат, а государственные счета — от ускорения экономического роста и повышения налоговых доходов.

Сбалансировать бюджет

Изддержки рецессии, бюджетные стимулы, применяемые для ее преодоления, а также поддержка финансовой системы — все это подчеркивает **необходимость укрепления основ европейской налогово-бюджетной политики**. Хотя Пакт о стабильности и росте (устанавливающий верхний предел бюджетного дефицита и государственного долга) и основы проводимой странами налогово-бюджетной политики способствовали некоторому улучшению состояния бюджетов, этого оказалось недостаточно. В начале этого кризиса, примерно через 10 лет после введения евро, слишком много стран были слишком далеки от сбалансированности бюджета и умеренных уровней долга. В процессе выхода из кризиса эти коэффициенты повысятся до тревожно высоких уровней. С учетом того, что финансовые рынки вновь будут внимательно следить за состоянием бюджета, потенциальные темпы роста снизятся, а процесс старения населения ускорится, необходимо быстро и надолго улучшить финансовое положение европейских стран, с тем чтобы Европа смогла выдержать будущие кризисы. Это может быть достигнуто только при наличии политической воли, хотя достижению этой цели может способствовать также внесение изменений в основы налогово-бюджетной политики. Важным шагом в этом направлении были бы более обязательные для исполнения среднесрочные целевые показатели дефицита и задолженности и более реалистичные макроэкономические прогнозы.

От подъема к спаду

Европейские страны с формирующимся рынком также переживают глубокий кризис. После распада Советского Союза этот регион развивался быстрыми темпами, финансовые и торговые связи с высокоразвитыми европейскими странами становились все более тесными, что способствовало экономическому росту и конвергенции доходов. Вместе с тем, эта интеграция, и в особенности высокая степень зависимости стран с формирующимся рынком от притока капитала, сделала эти страны более уязвимыми (см. рисунок).

Очевидная способность новых членов ЕС привлекать капитал с меньшими затратами, так называемый «эффект ореола» (см. статью «Утрата ореола» на стр. 12), потеряна. Ушло в прошлое и представление о том, что внешнее финансирование с участием банков гарантирует более стабильный приток капитала. В наибольшей степени пострадали страны с более высокой инфляцией и дефицитом счета текущих операций, или те страны, которые финансировали кредитный бум за счет внешних займов. И восстановление нормальной ситуации будет зависеть не только от выбора правильных вариантов внутренней политики, но и от развития ситуации и решений, принимаемых в остальных странах Европы.

В краткосрочной перспективе **макроэкономическая политика должна отражать тот факт, что Европа (как Восточная, так и Западная) все больше функционирует как единая экономи-**

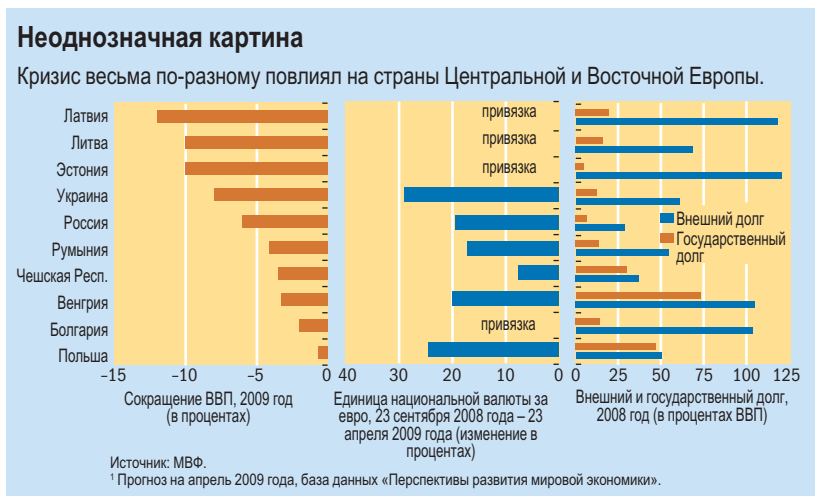
ческая система. Пользуясь одними и теми же благами интеграции рынков, страны в то же время подвергаются одним и тем же шокам, которые воздействуют на одни страны и затем в порядке обратной связи отражаются на торговле, финансовых рынках и международных банковских операциях. Например, снижение активности на кредитных рынках в европейских странах с формирующимся рынком теперь влияет на развитые страны через открытые позиции материнских банков и потрясения, которым подвергается торговля в результате возможной неустойчивости валютного курса. В этих условиях необходимо скоординировать меры макроэкономической политики, а также принять более конкретные шаги, такие как поддержка валют стран с формирующимся рынком Европейским центральным банком — например, в рамках соглашений о валютных свопах, — и применение более скоординированного в масштабах региона подхода к управлению долгом во избежание концентрации обязательств на рынке суверенных долговых инструментов.

Поддержка с учетом потребностей конкретных стран

Некоторым странам для возобновления экономического роста может потребоваться больше времени. Другие же страны, особенно те, в которых внутренняя политика изначально была более продуманной, в большей степени способны противостоять кризису, однако по-прежнему подвержены риску неблагоприятных последствий глобального экономического спада. Действуя совместно с Европейским союзом и другими многосторонними и региональными партнерами, МВФ активно работает в этом регионе, оказывая странам техническую помощь и консультируя их по вопросам политики. МВФ оказывает странам данного региона поддержку с учетом различных потребностей этих стран по следующим направлениям.

- Оказание финансовой поддержки странам, в наибольшей степени пострадавшим от кризиса. МВФ помогает этим странам сделать процесс бюджетной консолидации менее болезненным и восстановить нормальное функционирование банковских систем. К числу стран, которые в настоящее время реализуют программы, поддерживаемые ресурсами МВФ, относятся Беларусь, Венгрия (см. вставку), Латвия, Румыния, Сербия и Украина.
- Предоставление страхования «неумышленным свидетелям», являющим устойчивые экономические детерминанты, но, тем не менее, подвергающимся риску вторичных эффектов кризиса (например, Польша).
- Предоставление рекомендаций странам, не нуждающимся в финансовой помощи.

В результате кризиса в европейских странах с формирующимся рынком появилось множество проблем. Некоторые из них носят внутренний характер, однако множество других проблем относится к числу нерешенных общеевропейских проблем. Стесненные фиксированными обменными курсами, высоким уровнем задолженности в иностранной валюте или и тем, и другим, большинство стран должны действовать весьма осторожно, контролируя размер дефицита и ограничивая ответные меры денежно-кредитной политики. Как и в других европейских странах, перечень мер, которые необходимо принять в отношении финансового сектора, является длинным и во многих случаях включает рекапитализацию банковской системы. Учитывая преобладание в этих странах трансграничных банков, материнские отделения которых находятся в развитых европейских странах, очевидно, что эта проблема не ограничивается странами с формирующимся рынком — это проблема всей Европы. Для того чтобы решить эту проблему, необходимо усовершенствовать общеевропейскую систему финансового надзора и регулирования.



Приспосабливаясь к новым условиям посткризисного периода

В более долгосрочной перспективе более принципиальным вопросом является вопрос о формирующейся европейской бизнес-модели. Меры, принимаемые с целью преодоления кризиса, несмотря на их огромное значение в краткосрочной перспективе, создают «проблемы выхода» во многих областях деятельности: от операций с ликвидностью, осуществляемых центральными банками, до государственных гарантий в финансовом и реальном секторах.

Однако, возможно, наиболее актуальная посткризисная проблема имеет отношение к вопросу о том, как после стольких лет обильного притока капитала европейские страны с формирующимся рынком будут приспосабливаться к реальности посткризисного мира. В этих условиях массивного притока капитала образовались крупные дефициты по счетам текущих операций и ослабли бюджетные ограничения для налогово-бюджетной политики и частного сектора, что во многих случаях привело к экономически неприемлемому росту кредита. Разумеется, регион, продолжающий расти относительно быстрыми темпами, рано или поздно вновь привлечет иностранный капитал, однако этот приток, вероятно, будет невелик по сравнению с прошлыми периодами.

Приспособиться к этой новой реальности будет нелегко. Для того чтобы завоевать и не потерять доверие международных финансовых рынков и сохранить потенциал экономического роста в европейских странах с формирующимся рынком, потребуются правильно подобранное соотношение мер макроэкономической и структурной политики. Правительствам придется пойти на структурные преобразования, которые часто оказываются довольно болезненными, и способствовать этим преобразованиям, в том числе принять *меры с целью улучшения делового климата и повышения мобильности рабочей силы, что должно позволить странам диверсифицировать экономику, переключившись с производства невнешнеторговых товаров на производство внешнеторговых товаров*. Для нынешних и перспективных членов ЕС это тесно связано с предназначением Европейского союза — способствовать интеграции европейских рынков труда и рынков товаров и услуг, а также столь необходимой активизации выполнения Лиссабонской программы. Правительствам европейских стран с формирующимся рынком необходимо также стабилизи-

ровать свои бюджеты и инвестировать в управление финансовым сектором, действуя согласованно с остальными странами Европы.

Пересмотр правил принятия в зону евро

Один из способов стимулирования этого процесса заключается в том, чтобы *возродить европейский механизм, который, по-видимому, стал жертвой кризиса — процесс вступления в зону евро*. Возможно, что евро, как и фиксированный обменный курс, может не подходить для всех. Однако четко сформулированные процедуры вступления в зону евро могут помочь странам, проводящим взвешенную политику, выбрать правильный курс и следовать ему в посткризисном мире. Само собой разумеется, это будет нелегко. Необходимы совместные усилия и тесное взаимодействие между странами, стремящимися вступить в зону евро, странами, которые уже являются участниками этой зоны, Европейским союзом и Европейским центральным банком.

В более принципиальном плане, существует определенный компромиссный выбор между устремлениями восточноевропейских стран и правилами ЕС. Если бы не существующие обязательства и цели ЕС, страны Восточной Европы, вероятно, могли бы сделать выбор в пользу иных мер по преодолению кризиса. Например, некоторые из них могли бы решить более тщательно регулировать деятельность финансовых посредников и отделений банков. Другие, чьи бюджеты допускают определенную свободу маневра, могли бы иметь возможность в большей степени применить антициклические бюджетные стимулы, как это сделало большинство стран, входящих в зону евро.

В более долгосрочной перспективе могло бы быть целесообразным не только четко сформулировать то, что необходимо сделать для вступления в зону евро, но также и пересмотреть сами критерии вступления, которые были задуманы для гораздо более однородной группы стран. Например, некоторые утверждали, что, руководствуясь критерием стабильности цен, следует проводить различие между неизбежной структурной инфляцией, связанной с наверстыванием темпов экономического роста (что приветствуется), и инфляцией, которая является результатом слишком либеральной макроэкономической политики (что нежелательно). Другие ставят под вопрос необходимость членства в курсовом механизме ERM-II, в частности, для стран, уже использующих жестко фиксированные обменные курсы (страны, желающие ввести евро, должны участвовать в механизме валютных курсов в течение двух лет, не будучи связанными обременительными условиями).

Конечно же, трудно сказать, чем такие различия в основах политики чреваты для многих малых европейских стран с открытой экономикой и формирующимся рынком. Правила и обязательства, связанные с членством в ЕС, были разработаны вполне обоснованно, и их пересмотр, даже временный, часто сопряжен с издержками. Тем не менее, имеет смысл обсудить эти вопросы, причем в ближайшее время.

К более сильной Европе

Если сегодня будут приняты правильные решения, Европа сможет выйти из кризиса более сильной. Интеграция экономики европейских стран являет собой пример огромного успеха. Сегодня этот успех может оказаться под угрозой. Задача заключается в том, чтобы преодолеть кризис, сохранить достигнутые успехи, реорганизовать европейские структуры и реформировать политику. Для решения этих задач необходима гораздо более эффективная координация и «более сплоченная Европа». Если правительствам европейских стран это удастся, Европа превратится в регион с более сильными институтами и более активной и устойчивой экономикой — регион, в большей степени способный противостоять проблемам не только сегодня, но и в будущем. ■

Марек Белка — директор Европейского департамента МВФ. До этого он занимал должности премьер-министра Польши с 2004 по 2005 год и министра финансов с 2001 по 2002 год.

Перед лицом кризиса: Венгрия

Венгрия была одной из первых европейских стран с формирующимся рынком, обратившихся за помощью к МВФ в конце 2008 года, когда усилились потрясения на глобальных финансовых рынках. На протяжении большей части прошедшего десятилетия крупные дефициты по счетам текущих операций и бюджета привели к высокому уровню внешнего и государственного долга. Приток капитала, за счет которого финансировались дефициты по счетам текущих операций, вызвал быстрый рост кредита, значительная часть которого была деноминирована в иностранных валютах. В октябре 2008 года правительство столкнулось с непредвиденными трудностями в плане выпуска долговых обязательств, банки изо всех сил старались привлечь финансирование в иностранной валюте, а курс валюты резко понизился.

Целями реализуемой в Венгрии экономической программы, поддерживаемой ресурсами МВФ, Европейским союзом и Всемирным банком, являются укрепление государственных финансов и поддержание финансовой стабильности, с тем чтобы создать основу для надежного и устойчивого повышения уровня жизни населения. К настоящему времени с помощью принятых мер макроэкономической и финансовой политики, согласующихся с программой, государственное и внешнее финансирование стабилизировалось, а существенного сокращения объема кредитования экономики удалось избежать. В перспективе благодаря последовательному проведению продуманной политики Венгрия получит оптимальную возможность для того, чтобы выдержать трудности, испытываемые страной в настоящее время.

Утрата ореола

Многим странам Центральной и Восточной Европы трудно приспособиться к новым экономическим реалиям

Мартин Цихак и Сробона Митра

ВТЕЧЕНИЕ некоторого времени дела шли вполне хорошо у новых центрально- и восточноевропейских государств-членов Европейского союза. Вхождение в ЕС подстегнуло экономическую и финансовую интеграцию, что привело к быстрому экономическому росту и крупному притоку капитала. Это также создало «эффект ореола», оградив некоторые страны от необходимости платить по более высоким ставкам за внешнее заимствование, несмотря на усиливавшуюся уязвимость.

Однако благоприятный период закончился. Начальная устойчивость новых государств-членов к глобальным финансовым потрясениям в некоторых из них уступила место глубокому кризису. Когда в 2007 году разразился глобальный кризис, страны Европы с формирующимся рынком вначале казались невосприимчивыми к нему, так как они не были напрямую подвержены риску, связанному с непервоклассными ипотечными активами США. Однако по мере углубления кризиса в 2008 году экспорт замедлился, и приток капитала практически остановился в некоторых странах. К сожалению, экономическая и финансовая интеграция, которая в благоприятный период помогла странам Европы с формирующимся рынком догнать европейские страны с развитой экономикой, сделала их более уязвимыми при ухудшении глобальных экономических условий.

Теперь новые государства-члены ЕС должны не просто преодолеть текущий кризис, но также воспользоваться своими достижениями последних лет. Они должны проводить более осмотрительную политику и создать более прочную основу политики, в особенности в отношении налогово-бюджетной политики и финансового надзора. И они должны сделать это в более трудных глобальных экономических условиях. Положительным моментом является то, что гибкость их экономики может помочь им более быстро адаптироваться, чем странам Европы с более развитой экономикой.

Догоняют, быстро догоняют

Вступление в Европейский союз в 2004 году новых восьми государств — Чешской Республики, Эстонии, Венгрии, Латвии, Литвы, Польши, Словакии и Словении — представляло собой самое крупное расширение за всю его историю с точки зрения прироста населения (19 процентов) и территории (22 процента), но наименьшее увеличение с точки зрения роста выпуска продукции (9 процентов). Еще две страны, входившие в бывший советский блок, — Румыния и Болгария — присоединились в 2007 году. Для всех этих стран вступление в ЕС являлось важной вехой с процессе преобразования их экономики в рыночную.



Возросшая экономическая интеграция и успешное проведение реформ обеспечили более быстрые, чем ожидалось, темпы роста в новых государствах-членах — в среднем на 1 процент, — учитывая их основные экономические показатели (см. рис. 1). Этот быстрый экономический рост позволил новым государствам-членам ЕС увеличить свою долю в глобальном выпуске продукции. Расширение доступа к западным рынкам привело к быстрому росту экспорта, а улучшение доступа к иностранному финансированию помогло резко повысить потребление.

Членство в ЕС особенно благоприятно сказалось на Словении и Словакии, которые смогли выполнить все Маастрихтские критерии и войти в зону евро. Словения первой приняла евро в январе 2007 года. Доход на душу населения в стране, который является самым высоким среди новых государств-членов, достиг приблизительно 80 процентов среднего уровня ЕС в 2006 году, в результате чего он сравнялся с доходом на душу населения в Греции и превысил соответствующий показатель Португалии. Словакия, которая совсем недавно присоединилась к зоне евро, в январе 2009 года, стала одним из других государств-членов, которые имеют самые высокие экономические показатели среди новых государств-членов, и благодаря своему экономическому росту, обеспечиваемому увеличением производительности и экспорта, в том числе в Чешскую Республику, теперь считается страной с развитой экономикой, а не страной с формирующимся рынком.

Тигр в топливном бачке

Относительный успех новых государств-членов ЕС в стабилизации и преобразовании их экономики в сочетании с их принятием в Европейский союз, как представляется, способствовал быстрой конвергенции процентных ставок, хотя определенную роль в этом также сыграли благоприятные глобальные условия: низкие процентные ставки, обильная ликвидность и расширение базы инвесторов в странах с формирующимся рынком. Это подстегнуло массивный приток капитала в новые государства-члены в форме прямых инвестиций, банковских кредитов и портфельных инвестиций.

В настоящее время доля иностранной собственности в банковских системах стран Европы с формирующимся рынком выше, чем в странах Европы с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком в других регионах мира. Небольшое число иностранных банков, имеющих головные отделения в европейских странах с развитой экономикой, вышло на новые рынки в странах Европы с формирующимся рынком, главным образом путем приобретения вновь приватизированных банков. Эти иностранные банки в настоящее время контролируют крупную долю банковских активов в новых государствах-



членах (см. рис. 2). Тот факт, что иностранные банки могли потенциально использовать более крупный пул капитала, доступный их иностранным материнским компаниям, вселял спокойствие в других иностранных инвесторов в регионе. Сохранится ли эта ситуация, еще предстоит увидеть. Притоки капитала в банки сопровождались быстрым ростом кредита, хотя темпы этого роста различались среди новых государств-членов. В то время как три страны Балтии имели темпы роста, которые намного превышали соответствующие темпы в других сопоставимых государствах, эти темпы в большинстве других новых государств-членов в целом соответствовали их финансовому развитию. Быстрый рост кредита также привел к существенному углублению финансового сектора в новых государствах-членах.

Перегретый мотор

Однако возросшая интеграция и последовавший крупный приток капитала также вызвали новые факторы уязвимости. Приток способствовал формированию высокого уровня внешнего долга и чрезмерного дефицита по счетам текущих операций в ряде новых государств-членов ЕС (см. рис. 3). Быстрый рост кредита вызвал обеспокоенность перегревом экономики, поскольку уровень инфляции повысился, дефицит по счетам текущих операций расширился и вздулся пузырь цен на жилье. Обеспокоенность рисками, связанными с балансом активов и пассивов, была особенно ярко выражена в странах, в которых население и фирмы брали кредиты в евро и других иностранных валютах (главным образом швейцарских франках и иенах), так как это вело к усилению несоответствия валют активов и пассивов. Действительно, доля кредитов в иностранной валюте в большинстве новых государств-членов превышала их уровень в странах с формирующимся рынком в Западной Европе, Латинской Америке и Восточной Азии. Несоответствия валют активов и пассивов усиливали уязвимость частного сектора в случае снижения обменного курса и увеличивали кредитные риски банков.

Возросшая финансовая интеграция также усилила чувствительность стран Европы с формирующимся рынком к рискам, коренившимся в других регионах. Более тесные связи, которые ранее способствовали экономическому росту, могли также усилить замедление. Кроме того, хотя трансграничные открытые позиции международных банков, в основном евро-

пейских стран с развитой экономикой, помогли расширить финансовое посредничество, они также создавали новые каналы распространения «цепной реакции».

Уже не особые

Несмотря на предупредительные сигналы в форме растущего дефицита по счетам текущих операций и более высокого уровня государственного долга, рынки, как представляется, недооценили риски и сохраняли свои открытые позиции в Центральной и Восточной Европе. Это отражало мнение рынков, что в силу того, что эти страны являются его членами, ЕС, вероятно, придет им на помощь в случае кризиса. Это означало, что спреды по облигациям, отражающие страновой риск, были ниже, чем они были бы в противном случае, то есть наблюдался так называемый «эффект ореола». Действительно, рынки определяли цены на суверенные активы новых государств-членов приблизительно на 50–100 базисных пунктов ниже, чем можно было бы ожидать исходя из стандартных основных макроэкономических показателей.

Начавшийся глобальный финансовый кризис все изменил в последнюю очередь потому, что он устранил «эффект ореола» (см. рис. 4) и высветил различия между новыми государствами-членами ЕС. В конце 2008 года, в условиях сокращения экспорта в страны с развитой экономикой и резкого замедления притока капитала, кризис быстро охватил страны Европы с формирующимся рынком. Стоимость финансирования для всех суверенных заемщиков резко повысилась, а доступ к финансам сильно сузился. Хотя страны, более тесно прикрывавшиеся Маастрихтских критериев, в целом испытали меньшее увеличение спредов, они не были полностью ограждены от него.

Кризис вызвал повышенное внимание к внешним дисбалансам и перегреву внутренней экономики отдельных государств-членов ЕС. В опубликованном МВФ в мае 2009 года выпуске «Перспектив развития региональной экономики Европы» было показано, что в наибольшей степени пострадали страны с более высокими уровнями инфляции, дефицита по счетам текущих операций и связанного с банками притока капитала. Другими словами, в том, что касается первоначального воздействия кризиса на отдельные страны, риск внезапной остановки притока капитала имел, по крайней мере, столь же важное значение, что и соблюдение Маастрихтских критериев.

Резкое замедление

Финансовый кризис привел к резкому замедлению экономического роста во всех странах с формирующимся рынком, в том числе в Европе, и в весеннем выпуске «Перспектив развития

Рисунок 1

Импульс для экономического роста

Вступление в ЕС дало толчок быстрому экономическому росту в странах Центральной и Восточной Европы с целью догнать другие страны.

(ВВП, средние темпы изменения за год, в процентах)



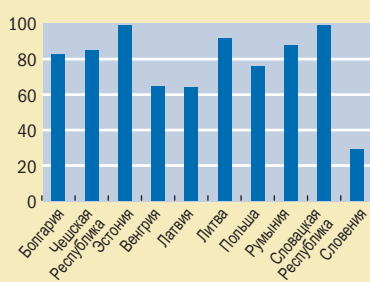
Источник: Čihák and Fonteyne, 2009.

Рисунок 2

Контрольные пакеты

Значительная часть банковской системы стран Центральной и Восточной Европы находится в руках западноевропейских банков.

(Доля активов, принадлежащих иностранным банкам, в процентах, 2007 год)



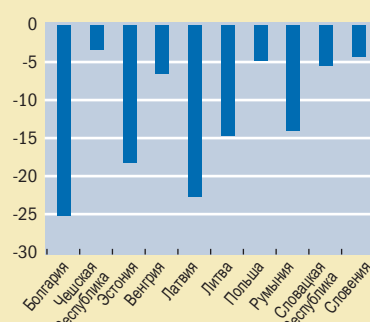
Источник: Европейский банк реконструкции и развития.

Рисунок 3

Крупные дисбалансы

Во многих новых государствах-членах образовался крупный дефицит по счету текущих операций.

(В процентах ВВП, 2007 год)

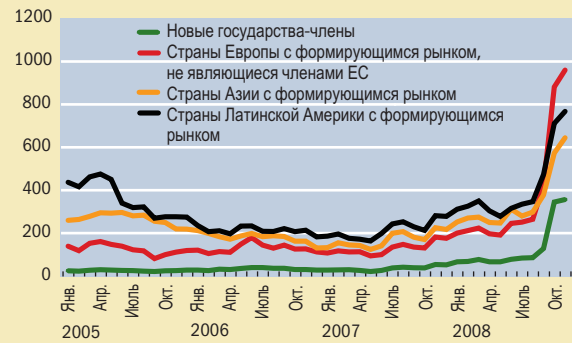


Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Утрата ореола

Спреды по суверенным облигациям стран Центральной и Восточной Европы начали возрастать, следуя за тенденцией в странах с формирующимся рынком в других регионах.

(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Спреды в евро для новых государств-членов и стран Европы с формирующимся рынком, не являющихся членами ЕС, и в долларах для всех других стран.

мировой экономики» 2009 года прогнозируется сокращение деловой активности в этих странах в 2009 году почти на 3 процента. Уязвимость новых государств-членов усугубляется связями между макроэкономикой и финансовым сектором: замедление роста доходов, нестабильность процентных ставок и обменных курсов и коррекция цен на активы оказывают обратное влияние на финансовый сектор. В качестве ответной меры новые государства-члены вносят изменения в свою денежно-кредитную и курсовую политику, политику в отношении финансового сектора и налогово-бюджетную политику.

Валюты стран представляются все более уязвимыми, а правительства сталкиваются с тем, что они не могут или им слишком дорого заимствовать средства на финансовых рынках для финансирования своего бюджетного дефицита. Однако членство в ЕС позволило странам Европы с формирующимся рынком получить доступ к некоторым механизмам, которые оказались полезными в период кризиса. Одним из них является механизм финансирования платежного баланса Европейского союза, который служит необходимым резервом, а другим — заключенные Европейским центральным банком соглашения о РЕПО с рядом новых государств-членов. Венгрия, Латвия и Румыния запросили финансовую поддержку у Европейского союза и МВФ, а Польша запросила доступ к Гибкой кредитной линии МВФ, новому механизму, предназначенному для стран, которые в течение определенного времени демонстрируют высокие результаты.

Более сильные и более эффективные

Выйдут ли новые государства-члены ЕС более сильными из текущего кризиса? По ряду аспектов они имеют более гибкую экономику, чем страны Европы с развитой экономикой, что может облегчить их адаптацию.

Кризис продемонстрировал, сколь важно проведение надежной политики, и принятие систем, введенных на уровне ЕС, как представляется, способствовало проведению надежной макроэкономической и структурной политики. Это особо подтверждается данными по макроэкономической политике стран, в случае которых Маастрихтские критерии и Пакт о стабильности и росте служили «якорями» для денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Лиссабонская программа — стратегия ЕС для обеспечения экономического роста и занятости, — как представляется, также оказала определенное влияние на новые государства-члены. Малые государства-члены ЕС, а также государства-члены с более высокими налогово-бюджетными показателями, продемонстрировали большой прогресс в проведении структурных реформ. В сравнении со странами Европы с развитой

экономикой европейские страны с формирующимся рынком имеют менее ограничительную политику защиты занятости, более низкие уровни минимальной заработной платы, менее централизованные системы заключения коллективных трудовых договоров и менее щедрые пособия по безработице.

Тем не менее, различия в показателях новых государств-членов подчеркивают, что меры внутренней политики являются критически важными факторами экономических достижений. Кризис акцентировал восприятие рынком различий между странами и привел к переоценке рисков в отдельных странах, на что указывает расширение диапазона спредов по суверенным облигациям.

Данные о здоровье финансового сектора новых государств-членов являются неоднозначными. Их банковские системы до сих пор достаточно успешно противостояли глобальному кризису — без банкротства системно значимых учреждений или общей потери доверия вкладчиков. Но в перспективе стоят трудные задачи. В результате уменьшения стоимости национальных валют и сжатия экономики возрастут неплатежи по кредитам. Банки должны будут сократить кредитование, так как они не смогли создать резервы на трудные времена. Домашние хозяйства не смогут заимствовать средства у банков, в то время как падение цен на жилье и ужесточение экономических условий ведут к снижению доходов. В результате этого, несомненно, пострадает потребление домашними хозяйствами, которое составляет в среднем 60 процентов от ВВП.

Какие меры политики должны принять новые государства-члены ЕС, чтобы выбраться из кризиса? В центре кризиса находился банковский сектор, и поэтому ключ к оживлению кроется именно в нем.

- Экономическая политика должна включать меры поддержки кредитования, например, посредством превентивной рекапитализации жизнеспособных банков. Учитывая, что большая часть банковского сектора находится в иностранной собственности, попытки рекапитализации не принесут успеха без тесного сотрудничества с органами, осуществляющими надзор за иностранными материнскими банками.

- Имеются широкие возможности для ведения более эффективного надзора в отдельных странах в рамках существующих структур финансового надзора. Это включает в себя, например, возможность введения более строгих требований к капиталу более слабых банков в рамках системы нормативов «Базель II» и проведения ориентированной на перспективу политики в отношении создания резервов для покрытия убытков по кредитам.

- Новые государства-члены ЕС должны защитить свои достижения в области финансовой политики и закрепить их путем усиления трансграничного сотрудничества между центральными банками, органами надзора и министерствами финансов стран как материнских, так и дочерних учреждений.

- Структурные реформы должны быть усилены, чтобы предотвратить снижение производительности и экономического роста на долгосрочную перспективу. Более сильные институты политики, в конечном итоге, уменьшат уязвимость, связанную с большей финансовой интеграцией.

По всем этим аспектам важную роль будет играть тесное старший экономист между странами Европы с формирующимся рынком и с развитой экономикой. Текущий кризис предоставляет возможность укрепить политические, экономические и финансовые связи в регионе. Хотя проведение сильной политики ЕС по различным направлениям может обеспечить важную поддержку, принятые отдельными странами меры политики будут, в конечном итоге, определять, сколь быстро страны Европы с формирующимся рынком преодолеют кризис, который оказался худшим со времен Великой депрессии. ■

Мартин Цихак — старший экономист, а Сробона Митра — экономист Европейского департамента МВФ.



Спасская башня Кремля, Москва.

Повесть о двух кризисах

Эрик Берглеф, Александр Плеханов и Алан Руссо

ПОВОРОТ фортуны для России является поразительным. Накануне глобального финансового кризиса, который со всей силой обрушился на страну в конце 2008 года, Россия выглядела непобедимой. Почти десять лет внушительного экономического роста, осторожного макроэкономического управления, профицитов бюджета и счета текущих операций, третье место в мире по величине инвалютных резервов и растущий средний класс — вот лишь некоторые из ее достижений.

Но сейчас картина радикальным образом изменилась. Резкое падение производства в IV квартале 2008 года и I квартале 2009 года, близость к банкротству нескольких крупных банков, трудности, с которыми столкнулись ведущие промышленные группы, в сочетании с растущим ростом безработицы, привели к тому, что положение выглядит в совершенно ином свете. Кроме того, присутству-

ет еще и тот факт, что почти треть резервов страны, использованная для поддержания рубля во время его постепенного ослабления, испарилась.

«Дежа вю»

Где мы раньше слышали эту историю? Головокружительная перемена в настроении и экономических результатах, а также некоторые другие черты текущего кризиса страным образом напоминают финансовый коллапс 1998 года. С 1995 года по начало 1998 года многие уважаемые западные аналитики считали Россию примером крупного глобального успеха. Согласно этим аналитикам, Россия, благодаря прежним усилиям первой реформаторской команды под руководством Президента Бориса Ельцина и исполняющего обязанности премьер-министра Егора Гайдара, менее чем за пять лет стала рыночной демократической страной.

**Экономика
России
по-прежнему
зависит
от природных
ресурсов, и ей
необходима
диверсификация
в условиях
рынка**

Тогда, как и в 2008 году, Москва производила впечатление переживающего бум города, куда в погоне за прибылью стремились молодые специалисты. Фондовый рынок, несмотря на то что он был небольшой и неликвидный, был одним из наиболее быстро растущих в мире, происходило формирование среднего класса. Считалось, что Россия — слишком крупная и важная страна (к тому же обладающая слишком большими запасами ядерного оружия), и не может испытать крах, а посему опасения, что ее поразит Азиатский кризис, который во второй половине 1997 года и начале 1998 года затронул многие страны с формирующимся рынком, считались беспочвенными. Нам известно продолжение этой истории. В августе 1998 года наступил дефолт, произошла девальвация, возникло чувство отчаяния.

Какие выводы можно было тогда извлечь из этих двух кризисов, которые отделяют друг от друга почти ровно 10 лет? Во многих отношениях Россия ушла вперед после того, как разразился последний серьезный кризис. Оглядываясь назад на события 1998 года, мы, возможно, почувствуем некоторую успокоенность, зная, что сейчас положение России намного прочнее, чем тогда. Однако оправданы и некоторые опасения: подъем экономики на этот раз может наступить позднее и быть менее активным.

В чем мы уверены, так это в выводе о том, что Россия не приняла достаточных мер для защиты от повторяющихся кризисов, которые в значительной степени вызываются резким падением цен на нефть. Экономика России по-прежнему зависит от природных ресурсов, и она должна предпринять значимые меры для диверсификации на рыночной основе.

Сохраняющееся значение нефти

Оба кризиса были вызваны в основном резким снижением цен на нефть, важнейшей внешнеэкономической переменной для российской экономики, для которой диверсификация и ослабление зависимости от нефти, газа и других биржевых товаров остается важнейшей долгосрочной задачей.

До кризиса в 1998 году на нефть и газ приходилась почти половина экспортных доходов России и непосредственно одна пятая доходов федерального правительства. К 2008 году доля нефти и газа в экспортных поступлениях достигла 68 процентов, а природные ресурсы напрямую обеспечивали половину доходов федерального правительства. На добывающие отрасли приходилось более 10 процентов совокупной добавленной стоимости, а их действительный вклад в ВВП был намного выше, поскольку около 60 процентов промышленного производства было сосредоточено в тесно связанных с ними отраслях, таких как нефтепереработ-

ка и производство удобрений и металлов. Приблизительные оценки свидетельствуют о том, что общая непосредственная доля природных ресурсов и смежных отраслей в совокупной добавленной стоимости фактически выросла примерно с 15 процентов в 1997 году до примерно 20 процентов в 2007 году. Кроме того, существенная доля добавленной стоимости в сфере услуг приходится на торговлю природными ресурсами и перевозку нефти, газа и минералов.

«Россия не приняла достаточных мер для защиты от повторяющихся кризисов, которые в значительной степени вызываются резким падением цен на нефть».

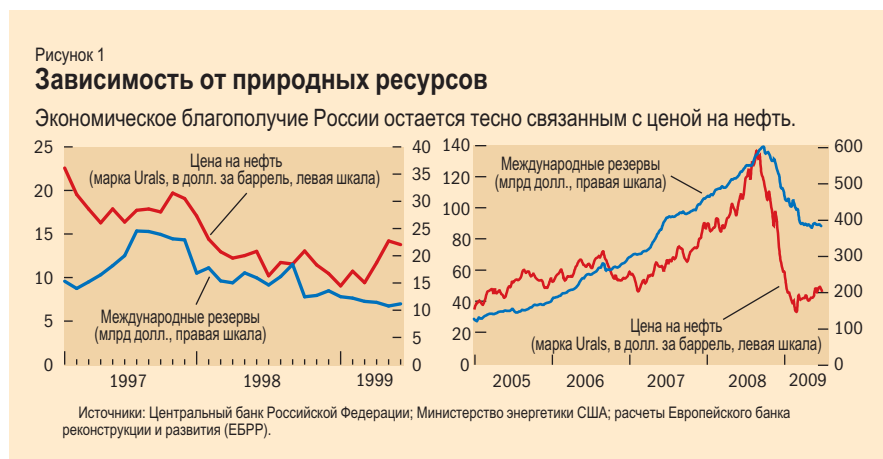
С учетом того, что Россия сегодня еще в большей мере зависит от природных ресурсов, чем в 1998 году, как шок нефтяных цен сказался на ее экономике? После Азиатского кризиса цена марки Urals упала с 23 долларов за баррель в начале 1997 года до менее 9 долларов в середине июня 1998 года — снижение превысило 60 процентов. Текущий уровень цен на нефть далек от прошлых минимумов: в реальном выражении он почти в три раза выше, чем в середине 1998 года и сопоставим с ценами в начале 2005 года, когда российская экономика росла на 7 процентов в год и накапливала инвалютные резервы (см. рис. 1). Однако относительное изменение цены на этот раз было более быстрым и значительным: цена на нефть марки Urals упала в августе 2008 года с пиковой в размере 138 долл. за баррель до средней, 44 долл. за баррель, за первые четыре месяца 2009 года, снизившись почти на 70 процентов.

Общая черта

Значение нефти для экономики является общей чертой кризисов 1998 и 2008 годов. Другая схожая особенность состоит в том, что очень сильно затронуты реальный, финансовый секторы и государственные финансы. Однако первоначальные условия в этих трех секторах, взаимосвязи между ними и последовательность событий, которые привели к кризису в 1998 году и спаду в 2008 году, существенно различаются.

Реальная экономика. Даже до наступления кризиса 1998 года Россия переживала спад. Хотя к тому времени экономика Москвы стала быстро расти, в 1997 году производство, по оценкам, сократилось в 43 из 79 регионов. В прошлом десятилетии, наоборот, рост был быстрым, устойчивым и охватывал многие регионы. В первой половине 2008 года производство росло в годовом выражении на 8,2 процента, а за 1999–2008 годы оно увеличилось на 82 процента. Во многих отношениях экономика испытывала перегрев.

В 1998 году проблемы в реальном секторе начались задолго до того, как августовский дефолт ударил по финансовой системе и привел к значи-



тельной девальвации рубля. Официальные данные с поправкой на сезонность отсутствуют, но приблизительные расчеты показывают, что в течение первых трех кварталов 1998 года производство резко сократилось, затем почти сразу после финансового кризиса начался устойчивый подъем (см. рис. 2). Если говорить простыми терминами, падение цен на нефть усугубило ситуацию в уже переживавшей трудности реальной экономике, нанесло серьезный ущерб государственным финансам, что было временно компенсировано за счет выпуска краткосрочного долга (ГКО) по очень высоким процентным ставкам, в который вкладывали большие суммы как нерезиденты, так и финансовые организации, являющиеся резидентами. Крах рынка ГКО вызвал финансовый кризис и резкое ослабление рубля.

В отличие от 1998 года, когда болезненное состояние постепенно распространилось с реального сектора на государственные финансы и банковскую систему, в 2008 году все три сектора экономики пострадали одновременно. Быстро растущему реальному сектору был нанесен двойной удар: цены на биржевые товары резко упали, и заметно снизился мировой спрос на продукцию обрабатывающей промышленности, включая готовую продукцию и полуфабрикаты из стали. Рынок синдицированных займов был парализован, что очень затруднило рефинансирование внешних обязательств для одних заемщиков из частного сектора и сделало это невозможным для других. Многие портфельные инвесторы покинули Россию и формирующиеся рынки в целом, финансирование торговли стало сокращаться. Резко упали доходы бюджета: в январе–феврале поступления сектора государственного управления, по сравнению с прошлым годом, упали в номинальном выражении на 9 процентов, что соответствует реальному сокращению почти на 20 процентов.

Государственные финансы. В 1998 году неурядицы в реальном секторе предшествовали финансовому кризису, и после наступления кризиса обратное воздействие банковского сектора и государственных финансов на реальную экономику было незначительным. На долю доходов сектора государственного управления (включая внебюджетные фонды) приходилось лишь 27 процентов ВВП в 1997 году, из них доходы федерального правительства составляли менее половины. Поэтому возможности для бюджетного стимула были лишь весьма ограниченными.

К 2008 году роль государства в экономике значительно увеличилась. Доходы сектора государственного управления составили в сумме 39 процентов ВВП, из них на долю федерального правительства приходилось 58 процентов. В 2004 году Россия создала Стабилизационный фонд, который позднее был разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, для сохранения части нефтяных доходов страны. К началу 2009 года этот фонд накопил 225 млрд долл. (17 процентов ВВП), а внешний долг госсектора был в основном выплачен. Несмотря на значительное снижение бюджетных доходов, у правительства имеется больше возможностей для бюджетного стимула, чем в 1998 году.

Финансовый сектор. Хотя в 1998 году финансовый сектор имел значительные инвестиции в ГКО, кредит частному сектору составлял лишь 9 процентов ВВП, при этом отношение кредитов к депозитам равнялось 76 процентам. Потребительский кредит практически отсутствовал, а финансирование проектов на срок больше года в сумме не достигало 2,5 процента ВВП. В этих условиях крах банковской системы оказал ограниченное влияние на реальный сектор. Скорее наоборот, кризис помог переориентировать банковскую модель на финансирование предприятий и потребителей.

Однако к середине 2008 года внутренний кредит частному сектору достиг 42 процентов ВВП, примерно четверть

этой суммы была предоставлена потребителям. При отношении кредитов к депозитам, составлявшем примерно 150 процентов, значительная часть ссудного портфеля фактически финансировалась за счет внешнего заимствования банков (200 млрд долл. на конец сентября 2008 года), в основном в форме синдицированных займов или кредитных линий от иностранных банковских материнских компаний. Крупные фирмы также активно выходили на международные финансовые рынки и накопили внешний долг примерно на 300 млрд долларов.

С конца 2000 года по III квартал 2008 года ссудные портфели банков росли в среднем более чем на 50 процентов в год, почти также быстро, как в Украине, где отношение кредита частному сектору к ВВП достигло 63 процентов, а банковская система уже испытывает серьезные трудности. В этом отношении все еще относительно небольшое отношение кредита к ВВП России вводит в некоторое заблуждение, поскольку оно отражает беспрецедентно высокие темпы роста номинального ВВП, который из-за быстро растущих цен на биржевые товары увеличился в восемь раз в долларовом выражении.

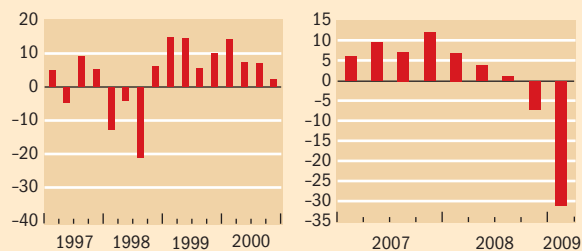
Такие высокие темпы роста кредита затрудняют работу как банков, так и органов надзора по обеспечению применения надлежащих моделей и процедур управления рисками. Предоставление ликвидности центральным банком,

Рисунок 2

Анатомия кризиса

Российская экономика стала быстро расти в 1999 году. Будет видно, произойдет ли то же самое в 2009 году.

(По сравнению с предыдущим кварталом, с поправкой на сезонность, в годовом выражении в процентах)



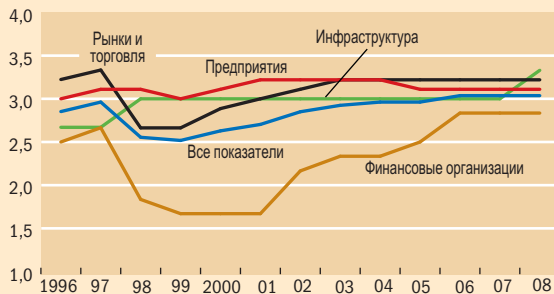
Источники: Росстат; данные официальных органов России.

Рисунок 3

Преобразование экономики

Некоторые реформы после кризиса в 1998 году остановились.

(Показатели перехода к рыночной экономике, 1996–2008, min=1; max=4.33)



Источники: EBRD Transition Indicators.

Примечание. ЕБРР отслеживает ход реформ в странах с переходной экономикой по нескольким параметрам: перестройка предприятий, рынки и торговля, инфраструктура и финансовые организации, — и составляет соответствующие индексы реформ по шкале от 1 до 4+, где более высокие значения соответствуют более глубоким реформам.

возможно, позволяет банкам временно рефинансировать проблемные ссуды, но, в конечном итоге, базовое качество активов зависит от состояния реальной экономики. Поэтому важно разработать планы чрезвычайных действий на случай реструктуризации и рекапитализации банковской системы.

Действия по укреплению банковской системы, которая сейчас стала значительно крупнее, до настоящего времени были сосредоточены на предоставлении крайне необходимой ликвидности, поскольку банки оказались в основном отрезанными от международных рынков. Кроме того, в сентябре 2008 года большое число банков, особенно средней величины и региональных банков, столкнулись с проблемой быстрого изъятия депозитов розничными и корпоративными клиентами. В ответ на это власти расширили охват страхования вкладов и пополнили ликвидность в значительных масштабах, предоставив банкам обеспеченные и необеспеченные ссуды.

«В отличие от ситуации 10 лет назад, у правительства сейчас есть достаточные средства для принятия значительных бюджетных стимулов в области спроса и предоставления адресных социальных трансфертов».

В положительном плане следует отметить, что у России нет серьезной проблемы с долгом, выраженным в иностранной валюте. Лишь 25 процентов внутренних корпоративных займов и примерно одна девятая потребительских кредитов были выражены в валюте — намного меньше, чем в большинстве других стран Европы с формирующимся рынком. Это резко отличается от ситуации в июле 1998 года, когда коэффициент долларизации составлял 42 процента.

Таким образом, недавнее ослабление рубля не оказало непосредственного сильного воздействия на качество балансов средних фирм и ссудные портфели банков. В то же самое время острота экономического спада и очень быстрый рост банковской системы указывают на возможное быстрое увеличение числа необслуживаемых кредитов в будущем.

Разные времена, разные ответные меры политики

Эти различные обстоятельства отчасти объясняют другое важное различие между 1998 годом и 2008 годом: ответные меры политики. В 1998 году у России не было ресурсов, и, возможно, политической воли для принятия мер в ответ на кризис. Действительно, самым важным в тот период было то, что правительство не сделало: другими словами, оно не пыталось облегчить выход из кризиса за счет количественных мер. Правительство и, к некоторому удивлению, председатель центрального банка Виктор Геращенко не поддались на требования многих заинтересованных сторон печатать деньги, и реальная экономика стала быстро расти.

На этот раз характер кризиса отличается коренным образом, его источники лежат за пределами России, правительство обладает значительно большими ресурсами. Ответные

меры властей также были намного более решительными как в денежно-кредитной, так и в налогово-бюджетной сфере.

Пересмотренный бюджет на 2009 год предусматривает значительные бюджетные стимулы, при этом в 2009 году федеральный бюджет, как ожидается, будет сведен с дефицитом до 8 процентов ВВП, затем в 2010 году, скорее всего, последует дефицит в 5–6 процентов ВВП. Дефициты будут финансироваться главным образом за счет накопленных финансовых резервов. Дополнительные дискреционные расходы в объеме 4,1 процента ВВП включают пакет мер в области спроса примерно в размере 2 процентов ВВП, в основном социальные расходы, пакет мер в области предложения до 1,3 процента ВВП представлен целевой поддержкой отдельных предприятий и отраслей, а пакет для банков составляет порядка 0,8 процента ВВП.

Кризис 1998 года привел к сворачиванию ряда структурных реформ, в основном в финансовом секторе, а также в отношении свободных рынков, торговой интеграции, приватизации и перестройки предприятий (см. рис. 3). Но кризис также, пожалуй, привел к ряду существенных среднесрочных инициатив в области структурных реформ, включая реструктуризацию электроэнергетики, налоговую реформу, введение страхования вкладов и пенсионную реформу.

Пока еще слишком рано оценивать воздействие текущего кризиса на программу реформ. Растущая безработица (по оценкам, 9,5 процента в феврале 2009 года), снижающиеся доходы, высокие темпы инфляции (13 процентов по сравнению с предыдущим годом), низкий спрос на продукцию обрабатывающей промышленности и менее многочисленные острые краткосрочные потребности инфраструктуры могут сделать политически привлекательными административные меры, такие как контроль над ценами и тарифами и целевые субсидии разоряющимся предприятиям. Некоторые из них уже были применены в небольших масштабах. Например, недавно были повышены импортные тарифы на подержанные машины.

Возможное развитие событий

Как и в 1998 году, темпы восстановления после текущего кризиса будут зависеть от внешних факторов, в основном от темпов глобального подъема, траектории цен на нефть и стоимости капитала на международных рынках, с учетом огромных потребностей России в инвестициях в промышленность и инфраструктуру.

Однако темпы подъема в большей мере, чем в 1998 году, также зависят от ответных мер политики, учитывая более заметную роль правительства и значительно более тесные взаимосвязи между финансовой системой и реальной экономикой.

В отличие от ситуации 10 лет назад, у правительства сейчас есть достаточные средства для принятия значительных бюджетных стимулов в области спроса и предоставления адресных социальных трансфертов группам, в наибольшей степени пострадавшим от кризиса, и избежать сворачивания реформ. Но в условиях, когда сейчас финансовый сектор играет в российской экономике намного более важную роль по сравнению с 1990-ми годами, потенциальные издержки краха банковской системы для реальной экономики могут быть очень высокими, равно как и издержки ошибочной бюджетной политики. В ближайшие месяцы правительству России придется действовать очень осторожно. ■

Эрик Берглевф — главный экономист, Алан Руссо — директор по вопросам стратегии и анализа, а Александр Плеханов — экономист в Европейском банке реконструкции и развития.

Стресс-тест для евро

Страны, намеревающиеся отказаться от европейской валюты, стоят перед огромными препятствиями

Барри Айхенгрин

ЕСЛИ текущий кредитный кризис является самым серьезным экономическим шоком для мировой экономики за 80 лет, то он, безусловно, представляет собой самую серьезную проблему, с которой сталкивается зона евро в свое первое десятилетие. Он олицетворяет собой тот самый тип «асимметричного шока», о котором предупреждали ранние критики евро и который выделялся в теории оптимальных валютных зон.

Хотя цены на жилье упали во всей зоне евро, в некоторых странах снижение было более резким, чем в других (см. рис. 1). Хотя кризис означает крупные убытки для банков во всей зоне евро, часто по тем же самым, связанным с жильем инвестициям, в одних странах убытки были больше, чем в других. Кризис привел к росту безработицы по всей зоне евро, но в некоторых странах в большей степени, чем в других. В результате в одних странах зоны евро дефляционное давление, фактическое или потенциальное, выше, чем в других. В некоторых странах зоны евро государственные финансы испытывают большую напряженность, о чем свидетельствуют увеличивающиеся спреды по суверенным облигациям и связанным с ними свопам кредитного дефолта (см. рис. 2).

В этих условиях можно предположить, что различные страны евро предпочли бы различные ответные меры денежно-кредитной политики. Но члены зоны евро неизбежно проводят единую для всех денежно-кредитную политику, поскольку это является неотъемлемой чертой валютного союза. Данное противоречие привело к возобновлению споров относительно целесообразности валютного союза в Европе, которые велись до 1999 года. Оно также вызвало разговоры и спекулятивные рассуждения о возможности того, что одна или несколько стран зоны евро могут сейчас отказаться от евро. В настоящей статье рассматриваются последствия такого шага, и хотя он считается рискованным, дорогостоящим и сложным, в статье делается вывод, что он не является невозможным.

Искушение

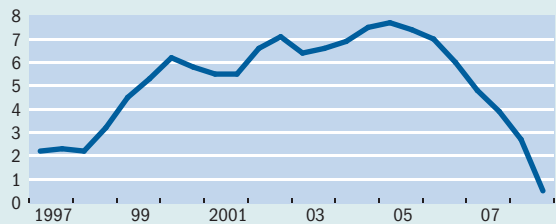
С апреля 2008 года онлайн-рынок прогнозов Intrade предлагает контракт, который предусматривает выплату, ес-

Рисунок 1

Плохое соседство

Хотя цены на жилье упали по всей зоне евро, в одних странах они снизились больше, чем в других.

(Цены на жилую недвижимость в зоне евро; годовое изменение в процентах)



Источник: расчеты Европейского центрального банка на основе национальных данных за двухлетние периоды.

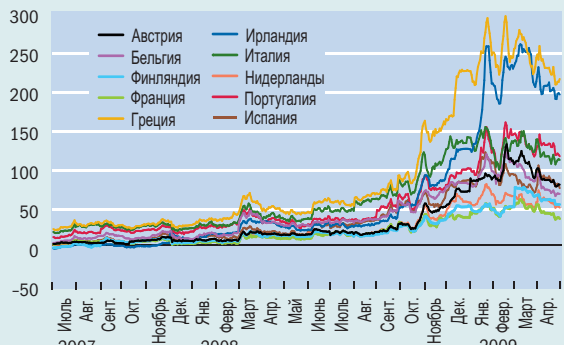
Примечание. Агрегированные цены на жилую недвижимость в зоне евро рассчитаны на основе национальных рядов данных, охватывающих более 90 процентов ВВП зоны евро за весь период.

Рисунок 2

Точки давления

Увеличение спредов по суверенным облигациям некоторых стран зоны евро отражает растущую напряженность их государственных финансов.

(Суверенные спреды в базисных пунктах)



Источники: Datastream; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Спреды рассчитываются по 10-летним облигациям в сравнении с обязательствами Германии.

ли любая страна зоны евро объявит о намерении отказаться от этой валюты 31 декабря 2010 года или ранее. По состоянию на середину апреля, цены на этот контракт предполагали 20-процентную вероятность (следует признать, в условиях неглубокого рынка) такого события (см. рис. 3).

Нет сомнений в том, что такое искушение присутствует. Руководители в странах, где сейчас внутренний спрос на самом низком уровне, могут вообразить, что если бы у них оставалась национальная валюта, то они могли бы пойти на ее ослабление или даже активно снижать курс, чтобы содействовать экспорту. Те, кто испытывает самые серьезные опасения относительно неудачных аукционов государственных облигаций, могут вообразить, что если бы у них оставался автономный центральный банк, то они могли бы заручиться его поддержкой как покупателя суверенных облигаций последней инстанции.

Но на каждый из этих аргументов в пользу изучения вопроса о возвращении к национальной валюте есть контраргумент. Хотя выигрыш в конкурентоспособности от ослабления валюты будет временным, многие из издержек, как экономических, так и политических, будут постоянными. Среди прочих факторов, ослабление валюты усилило бы напряженность в Европейском союзе. Партнеры страны-инициатора в ЕС посчитали бы, и не без основания, что эта страна экспортирует не только товары, но и свои проблемы. Если нужны доказательства такой опасности, то нужно лишь посмотреть на реакцию других стран ЕС на падение курса фунта стерлингов к евро. В общем плане, текущий спад, как и все другие, усилил требования к правительствам относительно поддержки испытывающих трудности отечественных производителей за счет льготных займов и других субсидий. Таким образом, он угрожает знаковому экономическому достижению Европы, а именно созданию подлинно единого рынка, где производители в разных странах ЕС конкурируют на равной основе. Увеличение числа жалоб на манипулирование валютным курсом и снижение курса в целях получения конкурентных преимуществ поставит это достижение под угрозу.

Договорные обязательства

Кроме того, страна, которая в одностороннем порядке откажется от евро для «присвоения» конкурентных преимуществ, подорвет свой статус полноправного члена ЕС. Ее не будут привечать за столом переговоров, где обсуждается политика ЕС. Лиссабонский договор (который, надо признать, еще не ратифицирован) содержит положение, согласно которому

страны, предположительно, могут выйти из ЕС. Но положение о выходе из зоны евро отсутствует. Из этого следует, что для выхода из зоны евро стране придется также покинуть ЕС, отказавшись тем самым от всего круга договорных обязательств перед его государствами-членами. В принципе, ничто этому не мешает, но с учетом большого значения, придаваемого европейцами своему союзу, государство-член ЕС не будет относиться к этому легкомысленно.

Не очевидно также, что возвращение к национальной валюте действительно облегчит правительству страны зоны евро управление своими финансами. В работе Hallerberg and Wolff (2006) показано, что спреды по суверенным облигациям (процентные ставки по 10-летним государственным облигациям по сравнению с соответствующими ставками Германии) растут при увеличении дефицитов бюджета и отношения государственного долга к ВВП быстрее в тех европейских странах, которые не являются членами зоны евро. В работе Eichengreen (2007) демонстрируется такая же большая чувствительность за пределами зоны евро к кредитным рейтингам суверенных заемщиков. Очевидно, что как инвесторы, так и рейтинговые агентства, которые предоставляют информацию для решений инвесторов, испытывают большую уверенность в силу того факта, что проведение налогово-бюджетной политики в зоне евро контролируется благодаря взаимному надзору и санкциям Пакта о стабильности и росте, а также того обстоятельства, что Европейский центральный банк (ЕЦБ), в отличие от типичного центрального банка, действует по правилу, которое исключает экстренную помощь и запрещает покупку облигаций непосредственно у правительств.

«Основные случаи, когда участники выходили из существовавших валютных союзов, касались стран, которые были относительно закрыты для торговли и финансовых потоков».

Таким образом, даже если долги и дефициты увеличиваются в краткосрочной перспективе, у инвесторов есть основания полагать, что власти не позволят укорениться этой тенденции. Поэтому спреды с меньшей вероятностью будут значительно увеличиваться. Даже если возврат к национальной валюте и обособление национального центрального банка от Европейской системы национальных банков и ЕЦБ могут облегчить правительству страны, переживающей кризис, финансирование ее дефицита в краткосрочном плане, это обернется издержками в виде более дорогостоящего финансирования на рынке.

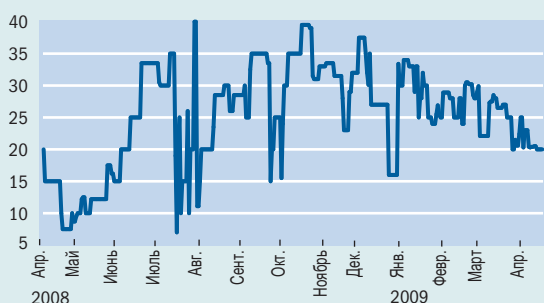
Далеко не очевидно, что первое соображение (большая краткосрочная гибкость) возобладает над вторым (более высокие долгосрочные издержки) в расчетах директивных органов. В некоторых последних комментариях отмечалось, что если страна зоны евро с большой задолженностью будет вынуждена в результате кризиса пойти на дефолт по своему долгу, то она должна в то же время выйти из зоны евро, с тем чтобы правительство могло использовать эмиссионное финансирование. Но если цель правительства заключается

Рисунок 3

Перемены

Согласно онлайн-рынку прогнозов, существует 20-процентная вероятность того, что страна зоны евро откажется от общей валюты к концу 2010 года.

(Цены контрактов, в пунктах)



Источник: www.intrade.com

не только в финансировании своих ближайших расходов, но и в нормализации своих финансовых отношений и восстановлении кредитоспособности, то этот вывод не последует. Отказ от евро лишь усугубит проблему.

Даже если, несмотря на все эти доводы, искушение выйти из зоны евро остается, технические барьеры для выхода будут практически непреодолимыми. Парламенту или конгрессу было бы несложно принять закон, предписывающий, что отныне государство и другие работодатели отныне должны платить работникам и пенсионерам в новой национальной валюте. Но в условиях, когда зарплаты и другие доходы выражены в этой национальной валюте, будет необходимо перевести в национальную валюту ипотеки и долги резидентов по кредитным картам. В противном случае снижение курса валюты отрицательно сказалось бы на балансах населения, привело бы к финансовым трудностям и банкротствам.

Но при реденоминации ипотек и других банковских активов банковские депозиты и другие компоненты банковских балансов также должны будут переведены в национальную валюту, чтобы избежать дестабилизации финансового сектора. При реденоминации государственных доходов в национальную валюту не только зарплаты и пенсии государственного сектора, но и другие обязательства государства, в частности его долг, должны подвергнуться реденоминации, с тем чтобы не нанести ущерб финансовому положению государства в результате балансовых эффектов.

Акт дефолта

Технически, ничто не мешает национальному законодательному органу принять закон, требующий от внутренних банков, фирм, населения и органов государственного управления провести реденоминацию своих контрактов таким образом. Отечественные инвесторы подчиняются внутреннему законодательству, которое соответствующие внутренние органы могут изменить, но требования иностранных инвесторов представляют собой отдельную проблему. Положения о «непрерывности действия контракта» означают, что иностранцы смогут по-прежнему настаивать на уплате в евро и что они, возможно, обратятся в суд для обеспечения выполнения своих требований. Односторонняя реденоминация государственного долга технически была бы актом дефолта, поэтому выход из зоны евро не станет способом избежать дефолта. Если правительство пойдет на реденоминацию требований иностранцев, то его доступ на международные финансовые рынки может быть ограничен на неопределенный срок. Если оно этого не сделает, то ослабление национальной валюты к евро серьезно ухудшит баланс государственного сектора, поскольку вырастет стоимость внешнего долга в национальной валюте.

В любом случае в демократическом обществе это решение потребует обсуждения. Пройдут парламентские дебаты. Между тем, участники рынка будут осведомлены о рассмотрении вопроса о возврате к национальной валюте, с тем чтобы национальная денежная единица могла быть девальвирована по отношению к евро. Они будут очень заинтересованы в принятии ответных мер. Ожидая, что внутренние депозиты будут переведены в национальную валюту, которая затем может ослабнуть по отношению к евро, они переведут свои депозиты в другие банки зоны евро.

За этим, несомненно, последует массовое изъятие вкладов из банков в масштабах всей системы. Инвесторы, ожидающие, что их требования к правительству будут реденоминированы в национальную валюту, переведут средства в обязательства других правительств, что вызовет кризис

рынка облигаций. Если фактором, спровоцировавшим кризис, будут парламентские дебаты об отказе от евро, то ЕЦБ вряд ли окажет помощь в качестве кредитора последней инстанции. А если состояние финансов правительства уже было непрочным, оно не сможет занять средства для экстренной помощи банкам и выкупа своего долга. Как мною было отмечено в других работах, такой кризис был бы самым ужасным из всех финансовых кризисов. И какое разумное правительство, заинтересованное в собственном выживании, стало бы по своей воле играть с такой опасностью? Какое ответственное правительство стало бы даже рассматривать такую возможность?

«Страна, которая в одностороннем порядке откажется от евро “для присвоения” конкурентных преимуществ, подорвет свой статус полноправного члена ЕС».

Показательно, что основные случаи, когда участники выходили из существовавших валютных союзов, касались стран, которые были относительно закрыты для торговли и финансовых потоков, при этом их банковские и финансовые системы были недостаточно развиты или очень жестко регулировались, поэтому, когда проходили обсуждения и велась подготовка, возможности для бегства капитала были весьма ограниченными. Наглядными примерами являются прекращение валютного союза Чехии и Словакии и распад рублевой зоны. Тот факт, что в этих странах финансовое богатство практически отсутствовало, сохранялся валютный контроль, а экономика была еще на раннем этапе процесса открытия для внешнего мира, сделал возможным проведение обсуждений без провоцирования краха.

В общем плане, исследование в работе Nitsch (2004), касающееся большой выборки, предполагает, что вероятность выхода из валютных союзов является наименьшей для стран с более открытой экономикой. (Нитш рассматривает открытость для торговли, а не для финансовых потоков, но эти два аспекта открытости взаимосвязаны. В частности, завышение или занижение сумм счетов-фактур является очевидным каналом для скрытых потоков капитала.) Несомненно, исключительная открытость членов ЕС для торговли и финансовых операций любых видов означает, что они, безусловно, относятся к категории стран с открытой экономикой.

Тогда представляется невозможным, чтобы государство-член оставило зону евро. Если экономические события прошлого года нас чему-нибудь научили, так это тому, что многие экономические события, которые мы когда-то считали невозможными, таковыми не являются. Но если выход из зоны евро не является невозможным, то можно с уверенностью сказать, что он является все менее вероятным. ■

Барри Айхенгрин — профессор экономических и политических наук в Калифорнийском университете в Беркли (на гранте Джорджа и Хелен Парди).

Звездный час евро?

Чарльз Выплож

Евро оказался безопасным прибежищем для стран, которым посчастливилось в свое время вступить в этот клуб для избранных

ДВА года назад, когда мы готовились отметить 10-летний юбилей евро, всеобщей темой было обсуждение того, что новая валюта пока не столкнулась с серьезными проблемами. Как же мало мы знали тогда! Финансовый, а теперь и экономический, кризис подверг зону евро большому числу разнообразных испытаний. Многие в Европе полагают, что введение единой валюты было оправданным и что в настоящее время евро занимает полностью доминирующее положение. Я согласен с первым утверждением, но очень сомневаюсь в последнем.

Основной причиной создания единой валюты всегда было стремление избежать спекулятивных атак на обменные курсы, поскольку широкие валютные колебания представляли угрозу для единого рынка товаров и услуг Европейского союза. Вот почему решение о введении евро было принято в условиях либерализации движения капитала (Baldwin and Wyplosz, 2009).

Главный урок кризиса состоит в том, что эта цель была достигнута. Шведская крона и фунт стерлингов значительно обесценились. Большинство валют в Центральной и Восточной Европе демонстрируют сильную изменчивость. Некоторые из этих стран обратились за поддержкой к МВФ, и их беды далеко не закончились. Между тем, некоторые европейские страны с развитой экономикой, включая Австрию, Грецию и Ирландию, переживают крайне трудные времена в связи с тяжелым положением банков, шаткостью государственных финансов или в связи с обеими этими проблемами. Но об одном им не приходится беспокоиться — о своих валютах, ввиду их отсутствия. Евро работает, и это огромное достижение.

Безопасное прибежище?

И все же евро не уберет некоторые страны-члены от спекулятивного давления, которое выразилось в значительных спредах по государственным облигациям. В ходе предыдущих кризисов значительные спреды, как правило, создавали побочное давление на обменные курсы, что часто приводило к снижению курса или девальвации. Обычно спреды объ-

яснялись исходя из принципа паритета процентных ставок: спреды сигнализируют об ожидаемом снижении курса (хотя, как хорошо известно, эмпирический успех принципа паритета процентных ставок является в лучшем случае сомнительным).

Возникновение спредов в рамках зоны евро отражает убеждение рынков в том, что страна может отказаться от евро, или что правительство может объявить частичный или полный дефолт по своим долговым обязательствам, или же что может произойти и то и другое. В средствах массовой информации обсуждалась возможность того, что некоторые страны могут покинуть зону евро, но большинство обозревателей отвергли эту возможность на том основании, что издержки, которые понесет такая страна, далеко превысят полученные ею выгоды, особенно в разгар кризиса. Поэтому, скорее всего, спреды в основном отражают риски дефолта, которые не обязательно могут быть обоснованными. Дело в том, что это совершенно нормальное явление в рамках валютной зоны. В действительности, очень низкие спреды, наблюдавшиеся до кризиса, иногда характеризовались как странность, а некоторые даже предполагали, что рынки были недостаточно чувствительны к значительным объемам государственного долга. Сегодня же рынки, по-видимому, слишком чувствительны.

Евро-пессимизм превращается в оптимизм

Страны-члены Европейского союза, не входящие в зону евро, в настоящее время осознали, какое значение имеет единая валюта. В Дании, которой в 1992 году была предоставлена возможность неучастия в определенных сферах политики ЕС, защита, обеспеченная евро в ходе кризиса, оказала свое воздействие: население Дании, которое дважды голосовало против принятия евро, в настоящее время может отказаться от своего столь длительного сопротивления вступлению в валютный союз.

Непродолжительные дебаты разразились и в Великобритании, но в результате они только сплотили широкую оппозицию евро. Примерно



то же самое происходило и в Швеции, население которой тоже проголосовало против принятия евро.

Другие страны, присоединившиеся к Европейскому союзу в 2004 году, по самым разным причинам, как убедительным, так и не очень, еще не выполнили критерии вступления. Из-за того, что их не принимали в клуб, многие из этих стран перестали стремиться к вступлению в него, но теперь кризис заставляет их пересмотреть свое отношение. Однако перед ними по-прежнему стоят те же самые жесткие условия вхождения в зону евро, известные как Маастрихтские критерии.

Маастрихтские критерии были разработаны почти два десятилетия назад в совсем иной обстановке. После длительного периода нестабильности цен инфляцию только что удалось снизить — в некоторых странах совсем незначительно. Считалось, что Европейскому центральному банку (ЕЦБ) необходимо быстро завоевать себе репутацию борца с инфляцией. Это означало, что для допуска в зону евро стране придется продемонстрировать твердую приверженность цели стабильности цен, отсюда и жесткие критерии вступления.

Но теперь, когда ЕЦБ добился высокой репутации на рынках, подобная осторожность является излишней — если она вообще когда-либо была необходима. Управляющие центральных банков от новых государств-членов будут входить в совет управляющих центрального банка, в котором существуют четко установленные процедуры. Учитывая пренебрежимо низкие риски, связанные с допуском стран, которые на основании устаревших критериев считаются «еще не готовыми» к принятию евро, и значительные искажения единого рынка Европейского союза, вызванные серьезным обесцениением валют, происходящим сейчас в результате кризиса, хотелось бы надеяться, что Маастрихтские критерии в конечном итоге могут быть отменены. Вместе с тем, вероятно, неудивительно, что нынешние члены зоны евро настаивают на том, что правила, какими бы они ни были, следу-

ет выполнять. ЕЦБ тоже твердо отстаивает эти правила, хотя и понимая необходимость открытия своих линий ряду входящих под давлением центральных банков Центральной и Восточной Европы.

Единый орган регулирования для единого рынка

Еще один важный урок кризиса, возможно, не принимается во внимание. С самого начала было ясно, что функционирование валютной зоны, в которой существует столько же регулирующих и надзорных органов, сколько стран-членов, было опасным (Begg et al., 1998). В течение длительного времени банки в основном вели операции на национальном уровне, что уменьшало необходимость в централизации информации и в подготовке к предоставлению международных кредитов последней инстанции.

Однако логика наличия единой валюты заключается в том, что банковская система будет все больше приобретать всеевропейский характер, причем банки будут осуществлять трансграничные операции и находиться в собственности акционеров из нескольких стран. Разумеется, именно так и произошло, во многом благодаря усилиям Европейской комиссии. К сожалению, в результате финансового кризиса два таких транснациональных банка — Fortis и Dexia — обанкротились. Это привело к непродуманным мерам вмешательства в чрезвычайной ситуации, что имело самые непредсказуемые последствия.

Следует надеяться, что кризис поможет преодолеть сопротивление отдельных стран централизованному регулированию и надзору. Чтобы стимулировать этот процесс, комитет под руководством Жака де Ларозьера недавно предложил создать Европейский совет по системным рискам и Европейскую систему финансового надзора, которые будут стоять выше национальных регулирующих и надзорных органов. Однако первые отклики показывают, что даже такая ограниченная, но

имеющая потенциал дальнейшего развития модернизация не найдет поддержки у правительств отдельных стран.

Реагирование на кризис

Как в зоне евро до сих пор осуществлялось руководство макроэкономической политикой? ЕЦБ оперативно и действенно реагировал на вызванные финансовым кризисом сбои в функционировании межбанковского рынка, обеспечивая влияние на рынки немислимых ранее объемов ликвидности. Вскоре сложилась дихотомия, в соответствии с которой две основные функции ЕЦБ были разграничены. Для обеспечения упорядоченных условий на финансовых рынках ликвидность будет предоставляться в необходимых объемах. В то же время предоставление ликвидности не будет вступать в противоречие с установлением процентных ставок, которое будет по-прежнему определяться, как утверждалось, целями денежно-кредитной политики.

Две промежуточные цели, преследуемые ЕЦБ, временно были разделены: установление ставки интервенций и ликвидация разрыва между ставками межбанковского рынка и интервенций. В дихотомии была своя логика, но лишь до определенной степени. Несомненно, основным каналом передачи воздействия денежно-кредитной политики является рыночная ставка, поэтому ее значение, по крайней мере, так же велико, как значение ставки интервенций для денежно-кредитной политики. Доверие к сложившейся дихотомии, возможно, помогает объяснить, почему ЕЦБ потребовалось 14 месяцев, чтобы приступить к снижению ставки интервенций, что впервые было сделано в октябре 2008 года, притом что в последний раз она была повышена только в конце июля 2008 года.

Фактически ЕЦБ был сильнее обеспокоен инфляцией, которая неуклонно росла с 2006 года, чем экономическим ростом или безработицей. Как и большинство других составителей прогнозов, ЕЦБ не предполагал, что финансовый кризис в конечном итоге спровоцирует экономический спад. Учитывая тот факт, что воздействие денежно-кредитной политики проявляется со значительными запаздываниями, ЕЦБ должен был приступить к снижению процентной ставки интервенций гораздо раньше. Конечно, сейчас в этом нет никаких сомнений, но тогда это не было очевидно. И все же, по сравнению с другими ведущими центральными банками, ЕЦБ опоздал со смягчением денежно-кредитной политики. Такая оценка может показаться несправедливой, но в известной мере она объясняет, почему некоторые страны ЕС несклонны отказываться от независимой денежно-кредитной политики.

Налогово-бюджетная политика, которая остается прерогативой отдельных стран, также отличается сдержанной реакцией. Многие правительства полагали, что автоматических стабилизаторов — которые в континентальной Европе являются гораздо более значительными, чем в большинстве других стран, — будет достаточно, чтобы нейтрализовать макроэкономические последствия финансового кризиса. За немногими исключениями, дискреционный бюджетный стимул до сих пор был весьма слабым.

Сдержанное ответное изменение налогово-бюджетной политики отчасти можно отнести на счет Пакта о стабильности и росте, который устанавливает верхний предел бюджетного дефицита. По мере углубления рецессии Пакт был без лишнего шума выведен из числа используемых инструментов, поскольку он предусматривает определенную гибкость в «исключительных обстоятельствах». Однако Пакт вполне может обеспечить полезный «якорь», позволяющий ограничить отступление, которое может оказаться трудно исправить после окончания рецессии. Но пока, притом что в настоящее время процентные ставки находятся на нижней нулевой грани-

це, в зоне евро не предпринимается активных попыток противостоять дальнейшему сокращению деловой активности. Возобновление экономического роста должно будет опираться на частные расходы или экспорт. Европа не станет той движущей силой, которая заменит собой США.

Таким образом, именно тогда, когда евро демонстрирует свою пользу и готов привлечь новых участников, директивные органы проявляют значительную — некоторые бы сказали чрезмерную — осмотрительность в выборе мер макроэкономической политики и в рассмотрении потенциальных новых членов. Движет ли ими боязнь «раскачать лодку»? Сложности в координации очень разных экономических обстоятельств? Или отсутствие общей основы для анализа?

Справедливость восторжествовала

В то же время в Европе появилось ощущение правоты. Так, в сентябре 2008 года Пеер Стайнбрюк, министр финансов Германии, высказал предположение о том, что «США утратят свой статус сверхдержавы в мировой финансовой системе. Америка будет не единственной силой, определяющей, по каким стандартам и какими финансовыми продуктами будут торговать во всем мире. Доллар останется очень надежной и важной валютой, как евро, как юань и иена, поэтому, я думаю, это может стать отправной точкой для определенных изменений».

Многие в Европе расценили предложение Китая о том, что сегодня время гегемонии доллара должно подойти к концу, как мощный сигнал все в том же направлении. Осознавая, что доминирующие валюты утрачивают свой статус только после серьезной встряски, они рассматривают текущий финансовый кризис как катализатор подобных изменений. В конце концов, говорят они, кризис зародился в Соединенных Штатах и обнажил изъяны англо-саксонского похода к финансам. При этом отмечается, что банковская система США находится на грани значительного сокращения, а это создаст пространство для более осмотрительной европейской модели.

Время покажет, однако я опасаясь, что европейцев ожидает большое разочарование. Осмотрительность — хорошо, но она имеет свою цену, которую со всей очевидностью отражает компромисс между риском и доходностью. Если говорить о финансовом регулировании, то вопрос не в том, больше его или меньше, а в его качестве с точки зрения установления норм и их выполнения. История — и текущие дебаты — не свидетельствует о том, что Европа обладает сравнительным преимуществом в каком-либо из этих отношений. Возможно, доллар потерял часть своего блеска, но медлительность зоны евро в вопросах преодоления кризиса и, в более долгосрочной перспективе, ее более низкие трендовые темпы роста не делают Европу восходящей экономической и финансовой силой.

Наблюдается усиление экономического влияния Азии, однако финансовые рынки этого региона еще не скоро станут реальной альтернативой Нью-Йорку и Лондону. Не следует забывать и о демографическом спаде в Азии. Любое изменение баланса сил в международных финансовых организациях также неизбежно положит конец традиционному доминирующей роли Европы.

Вполне вероятно, что результатом кризиса станет более эффективно регулируемая англо-саксонская финансовая система, играющая более доминирующую, чем когда-либо, роль, которая будет и впредь определять конфигурацию формирующихся рынков в Азии и других регионах мира, тогда как Европа останется символом осмотрительности, с валютой, которая не способна привлечь — и вовлечь — значительное число новообращенных на континенте. ■

Чарльз Выллош — профессор Института международных исследований в Женеве.

За границами стадиона

М. Айхан Козе, Пракаш Лунгани и Марко Е. Терронес

КУЛЬМИНАЦИЕЙ бейсбольного сезона в США является чемпионат, именуемый Мировой серией игр, что указывает на времена, когда Соединенные Штаты отождествлялись со всем миром, если речь заходила о бейсболе. Аналогичным образом, в 1960-х годах спад в Соединенных Штатах мог бы быть также назван глобальным спадом. На долю Соединенных Штатов приходилась значительная часть мирового выпуска продукции, и циклическая деловая активность во многих других странах мира от конъюнктуры в США.

Что представляет собой глобальный спад сегодня? Хотя в 1960-е годы на страны с развитой экономикой, такие как Соединенные Штаты, приходилось приблизительно 75 процентов мирового выпуска продукции, в настоящее время их доля составляет только порядка 55 процентов. В результате совпа-

дение циклов деловой активности в странах с развитой экономикой и глобальных деловых циклов уже не может восприниматься как нечто само собой разумеющееся. Однако в то же время страны мира являются сегодня более интегрированными через торговые и финансовые потоки, нежели в 1960-е годы. Это создает большие возможности для вторичных эффектов и эффектов «цепной реакции», в результате чего возрастает вероятность синхронных изменений и возникновения глобальных деловых циклов.

Как ни удивительно, общепринятого определения глобального спада не существует. Согласно предлагаемому нами здесь определению — сокращение мирового реального валового внутреннего продукта (ВВП) в расчете на душу населения, сопровождаемое общим понижением различных других показателей глобальной экономической активности, —

По всем показателям, текущий глобальный кризис является самым глубоким и самым синхронизированным за весь послевоенный период

Очертания Дубай, Объединенные Арабские Эмираты.



в период после Второй мировой войны имели место четыре глобальных спада: в 1975, 1982, 1991 и 2009 годах. Текущий спад, безусловно, является самым сильным: выпуск продукции — в зависимости от выбора показателей, — по прогнозам, должен сократиться в четыре — шесть раз сильнее, чем в среднем в ходе трех других глобальных спадов, а безработица, вероятно, возрастет вдвое больше. Падение мировой торговли в этом году затмевает ее понижение во время предыдущих глобальных спадов. Кроме того, ни при одном из предыдущих глобальных спадов не было столь большого числа стран, которые одновременно переживали бы спад. Говоря языком бейсбола, этот глобальный спад «выплеснулся за границы стадиона».

«Если использовать показатели общего реального, а не душевого ВВП, то 2009 год будет единственным годом за период с 1960 года, в котором произошло сокращение глобальной экономики».

Определим даты

Для определения того, когда именно определенная страна находится в состоянии спада, экономисты часто используют статистические процедуры для установления дат пиков и провалов в траектории ключевых показателей экономической активности, таких как реальный ВВП страны. Применяя тот же принцип на глобальном уровне для периода с 1960 года, мы используем годовые данные по мировому реальному ВВП на душу населения в сочетании с весами паритета покупательной способности (ППС) для 1960–2010 годов (см. вставку 1). Оценки для 2009–2010 годов основаны на последних прогнозах экономического роста МВФ (International Monetary Fund, 2009). Показатель на душу населения используется для того, чтобы учесть широкие различия в темпах роста населения стран. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся

Вставка 1

Оценки мирового ВВП: ППС или рыночные обменные курсы

Страны приводят экономические данные в своих собственных валютах. Для сравнения статистических сведений между странами (например, ВВП) данные должны быть переведены в единую валюту. Большинство экономистов конвертирует валюты, используя либо рыночные обменные курсы, обычно курс доллара США, либо обменные курсы по паритету покупательной способности (ППС). При рыночном подходе валюты конвертируются по обменному курсу, преобладающему на открытом рынке. При использовании ППС вычисляется курс, по которому валюта одной страны должна быть конвертирована в валюту другой страны для приобретения того же ассортимента товаров и услуг. ППС, который труднее рассчитать, отражает тот факт, что товары и услуги, которые не являются предметом международной торговли, обычно стоят дешевле в странах с низкими доходами, чем в странах с более высокими доходами. Поэтому стоимость, например, выпущенной продукции в странах с низкими доходами обычно оказывается выше при использовании ППС, чем при использовании рыночных обменных курсов.

страны обычно имеют более высокие темпы роста ВВП, чем промышленно развитые страны, но они также имеют более высокие темпы роста населения.

В соответствии с этой процедурой было определено четыре провала в траектории глобальной экономической активности за последние 50 лет: в 1975, 1982, 1991 и 2009 годах. Они соответствуют спадам мирового реального ВВП на душу населения (см. рис. 1, верхняя панель). Какие важные события имели место в эти периоды?

Глобальный спад 1975 года последовал за резким повышением цен на нефть, которые выросли в четыре раза за короткий период времени после введения эмбарго на нефть арабскими странами в 1973 году. Этот спад положил начало длительному периоду стагнации — низких темпов экономического роста и высокого уровня инфляции — в Соединенных Штатах.

Спад 1982 года был связан с рядом событий, включая проведение жесткой денежно-кредитной политики в нескольких странах с развитой экономикой, быстрое повышение цен на нефть и кризис задолженности в ряде стран Латинской Америки.

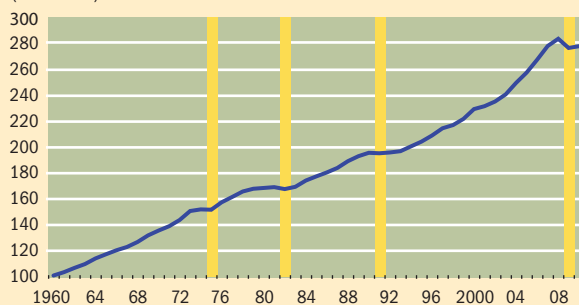
Спад 1991 года отразил целый комплекс проблем, ощущавшихся в различных регионах мира: трудности в ссудно-сберегательной отрасли США, банковские кризисы в нескольких странах Скандинавии, отрицательное воздействие ва-

Рисунок 1

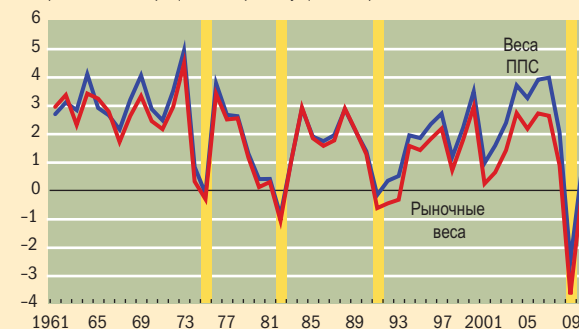
Мир в состоянии экономического спада

Реальный глобальный валовой внутренний продукт в расчете на душу населения четыре раза сократился с окончания Второй мировой войны. ...

(1960=100)



... И текущее сокращение в процентном выражении значительно превосходит все другие. (Изменение в процентах с предыдущего года)



Источник: расчеты персонала МВФ. Данные за 2009–2010 годы основаны на прогнозе, приводимом в издании «Перспективы развития мировой экономики» (за апрель 2009 года).

Примечание. Штриховкой обозначены периоды, в которые имело место сокращение глобального ВВП на душу населения, взвешенного по паритету покупательной способности (ППС). Веса ППС основаны на курсе, по которому валюта страны должна быть конвертирована в доллары для приобретения одинаковой корзины товаров и услуг. Рыночные веса основаны на рыночном обменном курсе национальной валюты к доллару США.

лотного кризиса на большое число европейских стран, трудности, с которыми столкнулись страны Восточной Европы с переходной экономикой, и неуверенность, связанная с войной в Персидском заливе, и последующее повышение цен на нефть.

Результаты анализа особо не меняются при использовании рыночных весов, которые усиливают значение стран с развитой экономикой, вместо весов ППС. В случае применения рыночных весов провал траектории 1991 года смещается на 1993 год, так как многие европейские страны находились в фазе спада в экономическом цикле в период кризиса механизма валютных курсов (МВК) 1992–1993 годов. При использовании любых весов текущие прогнозы показывают, что глобальный спад 2009 года будет, безусловно, самым глубоким за последние пять десятилетий (см. рис. 1, нижняя панель). Если использовать показатели общего реального, а не подушевого ВВП, то 2009 год будет единственным годом за период с 1960 года, в котором произошло сокращение глобальной экономики.

Взгляд под иным углом

В 1978 году Национальное бюро экономических исследований США (НБЭИ) учредило Комитет по определению дат, на который была возложена задача установления дат спадов в Соединенных Штатах. Аналогичную обязанность в зоне евро с 2002 года выполняет Центр исследований в области экономической политики (ЦИЭП).

В отличие от чисто статистического подхода, НБЭИ и ЦИЭП, которые оба являются частными институтами, датируют пики и провалы в траектории циклов деловой активности на основании широкого набора макроэкономических показателей, принимая решение о том, указывают ли преобладающие сведения на наличие спада. Поскольку показатели могут давать противоречивые сигналы о направлении развития экономики, данный метод, основанный на субъективных определениях, трудно применять в режиме реального времени.

Мы применили данный подход на глобальном уровне, используя несколько показателей глобальной деловой активности: реальный ВВП на душу населения, промышленное производство, торговля, потоки капитала, потребление нефти и уровень безработицы (хотя данные о безработице имеются только по отдельным странам с развитой экономикой). Основанный на субъективных определениях метод, что послужило для нас заверением в правильности результатов, указал на те же даты глобальных спадов, что и статистический метод (см. рис. 2).

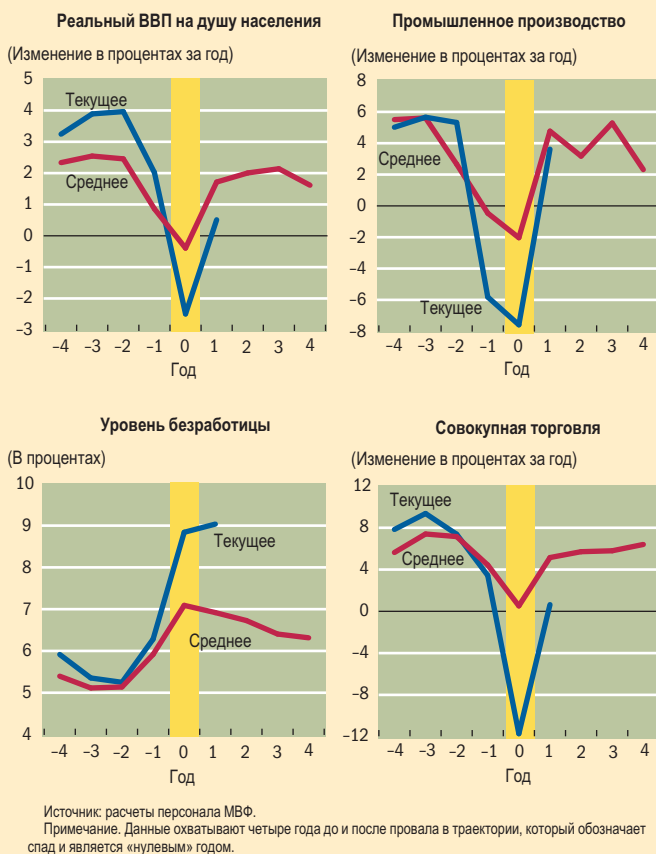
В периоды глобальных спадов 1975, 1982 и 1991 годов мировое промышленное производство и потребление нефти начинали сокращаться за два года, а мировая торговля и потоки капитала — за один год до провала в траектории. Уровень безработицы достигал наивысших темпов роста в год спада. По аналогии с динамикой в годы национальных спадов, безработица оставалась высокой в год после провала в траектории, в то время как большинство других показателей восстанавливалось почти до своих нормальных темпов роста. Характеристики текущего спада схожи с характеристиками прошлых спадов, хотя падение большинства показателей является значительно более резким.

Это наблюдение подкрепляется анализом количественных характеристик глобальных спадов (см. таблицу). Никакие два глобальных спада не являются абсолютно одинаковыми. В 1975 и 1982 годах почти все показатели более резко понижались, чем в 1991 году; в действительности в 1991 году мировая

Рисунок 2

Не выдерживает сравнения

По ряду показателей, текущий глобальный спад является более сильным, чем в среднем три предыдущих спада с окончания Второй мировой войны.



Все спады различаются

Поведение ключевых показателей глобальной экономической активности различается между спадами. Однако практически по всем показателям текущий глобальный спад является самым сильным из всех четырех спадов, имевших место за период после Второй мировой войны.

(Изменение в процентах, если не указано иное)

Показатель	1975	1982	1991	2009 ¹	Среднее ²
Выпуск продукции на душу населения (веса ППС) ³	-0,13	-0,89	-0,18	-2,50	-0,40
Выпуск продукции на душу населения (рыночные веса) ³	-0,33	-1,08	-1,45	-3,68	-0,95
Промышленное производство	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
Весь экспорт и импорт	-1,87	-0,69	4,01	-11,75	0,48
Потребление нефти	-0,90	-2,87	0,01	-1,50	-1,25
Уровень безработицы (изменение процентного пункта, только страны с развитой экономикой)	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18
Потоки капитала (средний за 2 года приток и отток, в процентах ВВП)	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
Потребление на душу населения	0,41	-0,18	0,62	-1,11	0,28
Инвестиции на душу населения	-2,04	-4,72	-0,15	-8,74	-2,30

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики», апрель 2009 года.

¹Прогноз.

²Среднее по спадам 1975, 1982 и 1991 годов.

³ППС — паритет покупательной способности, отражающий курс, по которому одна валюта должна быть конвертирована в другую валюту для приобретения одинаковой корзины товаров и услуг. Рыночные веса отражают рыночный обменный курс между валютами.

Близко, но не глобальный спад

Во многих регионах мира ситуация в 1998 и 2001 годах воспринималась как спад. Однако ни статистический метод, ни подход, основанный на субъективных суждениях, не указывали на то, чтобы мир в какой-либо из этих годов переживал спад. Статистический метод не позволяет выделить эти годы, так как мировой реальный ВВП на душу населения в эти годы не уменьшался. В 1997–1998 годах многие страны с формирующимся рынком, особенно в Азии, испытали резкое снижение экономической активности, но в странах с развитой экономикой экономический рост сохранялся. В 2001 году, напротив, многие страны с развитой экономикой переживали умеренный спад, но экономический рост в основных странах с формирующимся рынком, таких как Китай и Индия, оставался устойчивым.

Более того, поведение широкого набора глобальных макроэкономических показателей было неоднозначным в 1998 и 2001 годах, что подтверждает результаты статистического метода, согласно которым в эти периоды не наблюдались признаки глобального спада. Например, показатели не указывали на широкую слабость глобальной экономики в 1998 году. В 2001 году, несмотря на то что промышленное производство действительно упало и уровень глобальной безработицы несколько повысился, глобальные торговые потоки и потребление нефти возросли.

торговля продолжала расти высокими темпами, несмотря на спад. Кроме того, хотя темпы как мирового промышленного производства, так и потребления нефти, оставались ровными в период кризиса 1991 года, оба показателя существенно понижались в ходе предыдущих глобальных спадов. В нескольких случаях мировые экономические показатели были нестабильными, но условия не были настолько серьезными, чтобы можно было назвать эти годы периодами глобального спада (см. вставку 2).

Однако серьезность нынешней ситуации не вызывает никаких сомнений. Текущей глобальный спад заставляет пересмотреть историю глобальных спадов последних 50 лет. Об огромном воздействии глобального финансового кризиса на реальную экономику свидетельствует резкое падение глобального промышленного производства и быстрое увеличение глобальной безработицы. Хотя прогнозируемое сокращение промышленного производства составляет более 6 процентов, уровень безработицы в ходе текущего спада, как ожидается, повысится приблизительно на 2,5 процентного пункта. Эти изменения будут значительно большими, чем во время предыдущих спадов.

Резкое сокращение торговых и финансовых потоков

Особо поражает прогнозируемое на 2009 год резкое сокращение глобальных торговых и финансовых потоков. Хотя на протяжении двух последних десятилетий главным фактором роста мировой торговли служила глобализация национальных производственных цепей, этот же процесс теперь играет главную роль в резком уменьшении трансграничных торговых потоков. Прогнозируемое сокращение глобальной торговли в ходе текущего кризиса затмевает события 1975 и 1982 годов. Глобальные потоки капитала в течение последних двух десятилетий существенно превосходили глобальные торговые потоки и достигли беспрецедентных уровней в 2007 году. Однако эти потоки быстро иссякли в последнем квартале 2008 года с распространением глобального финансового кризиса от стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны. Глобальные потоки капитала существенно уменьшались в 1982 и 1991 годах, но в значительно меньшей степени в сравнении с их массо-

вым сокращением, которое, как представляется, происходит в ходе текущего кризиса.

О серьезности спада 2009 года также свидетельствует ожидаемое понижение потребления на душу населения, которое будет значительно большим, чем в 1982 году, и отличается от его увеличения в ходе двух других глобальных спадов. Инвестиции на душу населения сокращались во время всех глобальных спадов, но их прогнозируемое уменьшение в ходе текущего спада, несомненно, превысит все прежние наблюдения. Подобно тому, как национальные спады, связанные с финансовой напряженностью, обычно оказываются более глубокими, чем другие, глобальные спады, совпадающие с общемировыми финансовыми кризисами, как представляется, сильно сказываются на реальной экономике.

Синхронность национальных спадов

Насколько синхронизированы национальные спады вокруг глобальных спадов? Не удивительно, что процент стран, испытывающих спад, резко возрастал в период четырех глобальных спадов. Показателем синхронизации служат годовые колебания взвешенной по ВВП доли стран, испытывающих сокращение реального ВВП на душу населения. Хотя спад 1975 года был в основном вызван сокращением темпов в промышленно развитых странах, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны сыграли определенную роль в случае трех других кризисов. Спад во многих странах Латинской Америки в 1982 году способствовал снижению глобальной деловой активности, а в 1991 году важную роль играло понижение темпов в странах с переходной экономикой. Спад 1991 года явился многолетним эпизодом, при котором за спадом в США в 1990–1991 годах последовали спады в европейских странах во время валютного кризиса.

Период 2006–2007 годов выделяется тем, что в этот период количество стран, переживавших кризис, находилось на рекордно низком уровне. Однако затем последовало резкое ухудшение ситуации. В 2009 году, как ожидается, все страны с развитой экономикой и приблизительно половина стран с формирующимся рынком и развивающихся стран будут переживать спад. Данная синхронности спадов является наивысшей за последние полвека. Даже при том, что кризис, очевидно, был вызван сокращением деловой активности в странах с развитой экономикой, спады в ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся странах усиливают его глубину и синхронность.

Наихудший кризис по всем меркам

Если прогнозируемое на 2009 год снижение мирового реального душевного ВВП на 2,5 процента реализуется, этот год станет годом самого сильного глобального спада за весь послевоенный период. Ожидается более резкое снижение почти всех показателей, чем в периоды предыдущих глобальных спадов. В дополнение к серьезности текущего глобального спада, он также может стать наиболее синхронизированным: спад переживают все страны с развитой экономикой, а также многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны. ■

М. Айхан Козе является старшим экономистом, Пракаш Лунгани — советником и Марко Е. Терронес — заместителем начальника отдела Исследовательского департамента МВФ. Данная статья основана на подготовленном ими и готовящемся к публикации Рабочем документе МВФ "Global Recessions and Recoveries".

Литература:

International Monetary Fund, 2009, World Economic Outlook (Washington, April).



В преддверии ПОСТКРИЗИСНОГО МИРА

Джон Липски

Если текущие планы будут реализованы в соответствии с ожиданиями, то для мира после кризиса, скорее всего, будут характерны более последовательное соблюдение принципа многосторонних отношений, большая координация политики и более действенно регулируемая финансовая система. После апрельского саммита Группы 20-ти на МВФ возложена ключевая роль в этих новых глобальных условиях, и он стремится обеспечить наличие инструментов и ресурсов, позволяющих ему в полной мере решать задачи, которые подразумевает эта новая роль.

МИРОВОЙ финансовый кризис являет собой беспрецедентный вызов, который требует — и по многим аспектам уже повлек за собой принятие — беспрецедентных ответных мер. Страны сообща предпринимают новаторские и эффективные действия. Эти совместные действия были высвечены в рамках нового процесса Группы 20-ти и были воплощены в жизнь на саммитах руководителей государств, состоявшихся в ноябре 2008 года и в апреле 2009 года. Проведенные встречи были одновременно содержательными и символическими: на них были приняты важные обязательства промышленно развитыми странами и странами с формирующимся рынком, входящими в Группу 20-ти, относительно более тесного сотрудничества по вопросам политики в области макроэкономики и финансового сектора.

МВФ оказался в самом центре этой новой международной программы действий. В частности, многие страны осознают необходимость системных изменений, если мы хотим сохранить преимущества открытой и интегрированной мировой экономики, гарантировать широкое совместное использование этих преимуществ и ограничить риск будущих кризисов. Результатом двух встреч руководителей государств на высшем уровне стало принятие важных обязательств улучшить глобальное сотрудничество в сфере макроэкономической политики, усилить регулирование финансового сектора, в том числе за счет расширения периметра регулирования и укрепления международного сотрудничества, и воздерживаться от протекционизма в торговой и финансовой политике.

В данном контексте мировое сообщество рассчитывает на руководящую роль МВФ в нескольких важнейших областях. Но какой именно будет роль МВФ в посткризисной международной финансовой структуре? И какие изменения необходимы для того, чтобы обеспечить возможность его успеха в этой новой и более широкой роли?

Инструменты для успеха

С момента своего основания МВФ развивался вместе с мировой экономикой. В частности, важнейшие события, повлекшие за собой международные потрясения для макроэкономики, например, прекращение действия Бреттонвудской валютной системы и крах СЭВ (Совета экономической взаимопомощи

Оценка роли МВФ в будущей международной финансовой архитектуре

На фото показаны журналисты на саммите Группы 20-ти в Лондоне.

бывшего Советского Союза), открыли для МВФ новое поле деятельности. Несмотря на эту эволюцию, все более очевидным становилось отсутствие у МВФ некоторых инструментов политики, необходимых для полной результативности его работы, особенно в сфере предотвращения кризисов. Инструментарий МВФ создавался в тот период, когда на финансовых рынках преобладали банки, большую часть международных долговых потоков составлял суверенный долг, а секьюритизованное финансирование переживало этап становления. Но, как известно, в последние годы при посредстве все более продвинутых финансовых технологий происходит взрывной рост трансграничных потоков частного капитала. Углубляется и финансовая интеграция разных стран, сопровождаемая все более сложным переплетением вторичных эффектов, связывающим реальную экономику и финансовый сектор. В 2003–2007 годах эти изменения способствовали исторической глобальной экспансии, но в конечном итоге они же и привели к недавнему финансовому кризису — кризису, который зародился в узком сегменте жилищно-го рынка США и поразительно быстро охватил весь мир.

Более эффективное предупреждение кризисов

Следует особо отметить, что серьезным недостатком инструментария МВФ и глобальной финансовой архитектуры было отсутствие достаточно крупного и привлекательного превентивного механизма финансирования — своего рода страхового полиса для государств-членов. В отсутствие такого механизма страны обычно обращались к МВФ за финансированием лишь *после* наступления кризиса, что ограничивало роль МВФ предоставлением финансовых ресурсов с целью смягчить иногда болезненную корректировку. Помимо увеличения конечных затрат на преодоление макроэкономических шоков для государств-членов, это также означало, что МВФ часто ассоциировался с политически трудными программами жесткой экономии. Многие страны, особенно в Азии, предпочли этому самострахование, обеспечиваемое за счет накопления значительного буфера валютных резервов. Для отдельных стран такой путь, возможно, был разумным, но в последнее десятилетие он способствовал нарастанию глобальных дисбалансов, что, в свою очередь, сыграло определенную роль в сегодняшнем экономическом кризисе.

За прошедшие годы МВФ неоднократно безуспешно пытался внедрить превентивный механизм, но только нынешний кризис обеспечил необходимый консенсус среди стран-членов, позволивший довести эти усилия до конца. В марте текущего года МВФ ввел гибкую кредитную линию (ГКЛ), в рамках которой, без фактических условий МВФ в отношении проводимой политики, предоставляется доступ к крупным суммам быстрого финансирования для стран с весьма успешной экономической политикой и положительными результатами, продемонстрированными в прошлом. Это, пожалуй, самое существенное изменение в процедуре взаимодействия МВФ со странами-членами после краха Бреттонвудской системы. Мексика, Польша и Колумбия уже опробовали этот новый механизм и рассматривают такое финансирование — в общей сложности примерно 78 млрд долларов США для этих трех стран — в качестве меры предосторожности. Рынки отреагировали на сообщение об этих операциях весьма позитивно, и обменные курсы укрепились даже тогда, когда две из названных стран воспользовались свободой маневра, предоставленной ГКЛ, для смягчения денежно-кредитной политики (см. рисунок). В свете столь положительного начального опыта вполне вероятно, что в ближайшем будущем за ними последуют и другие страны.

Вместе с тем этот новый механизм подходит не всем странам. Для некоторых превентивный механизм будет способствовать росту доверия и уверенности рынков, но меры политики и основы политики могут по-прежнему требовать укрепления. Для этих стран МВФ ввел превентивные договоренности с высоким уровнем доступа, или ПДВД, которые,

опять же, обеспечивают страхование, но в обмен на реализацию необходимых мер политики.

Более целенаправленные и гибкие предъявляемые условия

В этих и большинстве других программ МВФ предъявляемые условия будут по-прежнему играть очень важную роль как гарантия необходимых корректировок политики и сохранения возобновляемости кредита МВФ. При этом предъявляемые условия стали более целенаправленными и упрощенными, с тем чтобы побудить страны обращаться к МВФ заблаговременно, до того как их проблемы приобретут чрезмерную остроту. Иногда предъявляемые условия считались излишне обременительными, перегруженными требованиями, которые, хотя и были потенциально полезными, не всегда имели решающее значение для успеха программы или выполнялись недостаточно гибко в плане сроков или характера реализуемых мер политики. В последние годы МВФ уже вел работу по рационализации предъявляемых условий, но эти усилия резко продвинулись вперед в связи с недавними изменениями, которые предусматривают отмену структурных критериев реализации и замену их более гибким подходом на основе контрольных показателей, опирающимся на более широкий обзор хода реализации программы. В соответствии с этим подходом, программы, поддерживаемые МВФ, будут по-прежнему обеспечивать прочную основу экономической политики, которая часто высоко ценится официальными органами стран, но при этом будут отходить от оценки политики с позиций выполнения строгого контрольного перечня мероприятий.

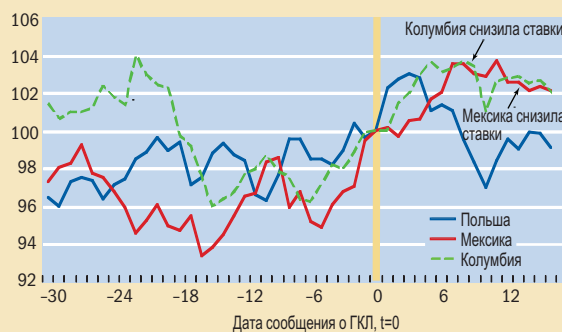
Необходимость увеличения ресурсов

Воздействие этих реформ будет ограниченным, если у МВФ не будет адекватных ресурсов: в мире значительных по объему потоков частного капитала, которые могут быстро менять свое направление, пакеты финансирования должны быть достаточно крупными, чтобы они могли изменить ситуацию. До настоящего времени у МВФ хватало ресурсов для решения этой задачи. Он уже резко расширил совокупный объем предоставленных в период кризиса кредитов и увеличил размеры своих программ в соответствии с масштабами глобальных шоков, с которыми сталкиваются эти страны. Например, трем странам с формирующимся рынком — Венгрии, Румынии и Украине — выделено финансирование МВФ в размере более

Свобода маневра

Валюты стран, которые воспользовались гибкой кредитной линией, укрепились по сравнению с валютами других стран соответствующих регионов.

(Динамика курсов валют по сравнению с валютами других стран региона; момент сообщения о ГКЛ = 100)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Синяя линия — невзвешенный средний курс чешской кроны, венгерского форинта и румынского лея по отношению к польскому золотому, красная линия — невзвешенный средний курс бразильского реала, чилийского песо и колумбийского песо по отношению к мексиканскому песо, зеленая линия — невзвешенный средний курс бразильского реала, чилийского песо и мексиканского песо по отношению к колумбийскому песо.

15 млрд долларов США каждой. Лимиты доступа, в том числе для стран с низкими доходами, были увеличены вдвое, чтобы гарантировать этим странам возможность обеспечения их потребностей. В течение следующих двух–трех лет МВФ также намерен предоставить странам с низкими доходами льготные ресурсы на сумму в 6 млрд долларов США: на протяжении нескольких лет в этих странах, особенно в Африке к югу от Сахары, наблюдался весьма высокий рост, и важно не допустить, чтобы кризис нанес ущерб этим достижениям.

Мировые лидеры взяли на себя обязательство гарантировать поддержание ресурсов МВФ на достаточном уровне, даже если кризис окажется более глубоким или более продолжительным, чем ожидалось. Руководители стран Группы 20-ти согласились увеличить в три раза кредитный потенциал МВФ, доведя его до беспрецедентных 750 млрд долларов США, и, по меньшей мере, удвоить объем средств для предоставления льготных кредитов странам с низкими доходами.

Группа 20-ти также поручила МВФ согласовать новое общее распределение специальных прав заимствования (СДР), что приведет к увеличению мировой ликвидности на 250 млрд долларов США. Несмотря на довольно незначительный объем этой суммы по сравнению с общим объемом ликвидности в мире, она может оказать заметное воздействие на международные резервы стран с формирующимся рынком и с низкими доходами, что потенциально предоставит им некоторую дополнительную свободу маневра для проведения антициклической макроэкономической политики.

Более действенный и широкий надзор

Несмотря на значимость реформы кредитных механизмов МВФ, успешный вклад в предупреждение кризисов будет, в конечном счете, определяться действенным надзором. До начала кризиса МВФ уже занимался внесением важных изменений в осуществляемый им надзор, усиливая внимание к финансовым рискам и их связям с макроэкономическими результатами, а также акцент на трансграничных вторичных эффектах, однако кризис четко указал на необходимость дополнительных усилий в этой сфере. МВФ был среди первых, кто предупредил о рисках для финансового сектора, и опередил всех в своих прогнозах и призывах обеспечить глобальный пакет налогово-бюджетных мер для стимулирования экономики и «расчистить» балансы банков. Вместе с тем МВФ не в полной мере осознавал глубину кризиса и недооценивал силу внутренних и международных взаимосвязей. Кроме того, эти предупреждения были недостаточно громкими и часто игнорировались директивными органами. Опираясь на этот опыт, МВФ делает выводы и принимает ряд мер по повышению эффективности и расширению охвата двустороннего и многостороннего надзора.

• Ключевой инициативой, ставшей ответом на призыв Международного валютно-финансового комитета и Группы 20-ти, является создание *системы раннего предупреждения*, которая разрабатывается совместно с Советом по финансовой стабильности (СФС). Данная инициатива, предполагающая проведение оценки два раза в год, представляет собой попытку более систематического рассмотрения остаточных рисков и глобальных взаимосвязей, которая в конечном итоге должна обеспечить принятие более оперативных и эффективных ответных мер политики в связи с этими рисками. Впервые в полном объеме эта система будет представлена странам-членам на Ежегодных совещаниях МВФ и Всемирного банка в Стамбуле в октябре текущего года.

• *МВФ укрепляет программы оценки финансового сектора*, стремясь к более строгому анализу международных и системных вопросов и к более тесной интеграции с двусторонним надзором.

• Лидеры стран Группы 20-ти также предложили МВФ регулярно оценивать необходимые и принимаемые странами меры по преодолению кризиса. В связи с этим *МВФ приступил к изданию «Бюджетного монитора» Группы 20-ти*, в котором

отслеживается реализация пакетов мер налогово-бюджетного стимулирования экономики по странам, и вместе с СФС и другими международными органами будет вести мониторинг выполнения обязательств по финансовому надзору, принятых руководителями стран Группы 20-ти.

• МВФ был также поручен мониторинг проведения реформ в области надзора и регулирования, принятых в рамках СФС и других органов, устанавливающих стандарты.

Важно подчеркнуть, что действенный надзор находится во взаимной зависимости от открытости стран к мнениям и политическим рекомендациям МВФ. В этом отношении кризис может оказать благотворное воздействие: например, страны Группы 20-ти обязались обеспечить объективность и непредвзятость в сфере надзора МВФ.

Реформа управления

Для того чтобы МВФ максимально действенно выполнял свою новую роль, он должен восприниматься как организация со справедливым представительством всех стран. С учетом этого, ускоренными темпами проводится реформа управления, призванная обеспечить такую структуру принятия решений, которая отражает существующие мировые реалии. Второй раунд реформы квот планируется завершить не позднее января 2011 года, и в рамках этой реформы странам с формирующимся рынком и с низкими доходами будет предоставлено больше прав голоса. Это — важное изменение, однако значимость квот не следует переоценивать: динамично развивающиеся страны с формирующимся рынком уже являются серьезными участниками мировых процессов, и в ходе обсуждения политики к их мнению все более прислушиваются. В этом смысле увеличения квот будут просто отражать уже сложившиеся реалии.

Что дальше?

Глобальные усилия в основном были сосредоточены на борьбе с текущим кризисом, но проводимые реформы в равной мере ориентированы и на посткризисный мир. Разумеется, от любого комплекса институциональных изменений было бы необоснованно требовать устранения циклов деловой активности или периодов напряженности в финансовом секторе. Кроме того, экономическая политика и политика в области финансового сектора неизбежно останутся, прежде всего, делом национальных правительств. Вместе с тем вполне резонно надеяться на то, что изменения, происходящие сегодня в глобальной финансовой архитектуре, в том числе в МВФ, смогут уменьшить частоту и глубину подобных событий. Если этого удастся добиться, мы намного продвинемся в создании гарантий, позволяющих сохранить и расширить выгоды, предлагаемые нашей все более открытой и интегрированной мировой экономикой.

Каких дополнительных изменений можно ожидать? Прежде всего, несмотря на произошедшие в последние месяцы коренные изменения в глобальном управлении, ситуация остается крайне нестабильной. Возрастающая роль Группы 20-ти представляет собой серьезное расширение международного процесса принятия решений, однако она имеет, по крайней мере, два потенциальных недостатка. Во-первых, подавляющее большинство стран мира не входит в Группу 20-ти: 165 государств-членов МВФ прямо не представлены в этом процессе. И, во-вторых, в Группе 20-ти нет структуры голосования, которая позволяет принимать трудные решения при отсутствии согласия подавляющего большинства. Эти недостатки необходимо устранить, а новая архитектура могла бы обеспечить больший простор для принятия совместных решений по более широкому кругу международных экономических и финансовых вопросов, а МВФ была бы отведена в ней новая расширенная роль ключевого участника. ■

Джон Липски — первый заместитель Директора-распорядителя Международного Валютного Фонда.

Неисследованная территория

Когда наступательная денежно-кредитная политика оказывает противодействие кризису

ТЕКУЩИЙ спад в мировой экономике, вероятно, не будет столь же суровым, как Великая депрессия, отчасти благодаря энергичной ответной реакции директивных органов всего мира. Восемьдесят лет назад директивные органы изначально даже не были убеждены в необходимости либерализации денежно-кредитных условий, и они несут основную ответственность за последовавшую депрессию. Приводимый ниже график показывает, насколько радикально изменились представления экономической политики с того времени.

В середине 2007 года, когда начался кризис, Федеральная резервная система США (ФРС) отреагировала на него резким снижением целевого показателя процентной ставки, определяемой политикой, — ставки по федеральным фондам, по которой банки предоставляют друг другу кредиты «овернайт», — и введением специальных механизмов, обеспечивающих доступ к ликвидности всем участникам финансовой системы. В то же время, слишком большой объем денежной массы в системе заставил бы ставку по федеральным фондам опуститься ниже целевого показателя и, возможно, вызвал бы инфляцию, поэтому ФРС стала продавать ценные бумаги Казначейства США в целях поглощения ликвидности.

После краха фирмы Lehman Brothers в сентябре 2008 года финансовые и экономические условия резко ухудшились. ФРС вновь понизила ставку по федеральным фондам, ввела еще больше новых механизмов и, теперь уже, допустила увеличение размера своего баланса более чем вдвое всего за несколько месяцев, расширив банковские резервы и, как следствие, денежную базу. Однако более широкие агрегаты повысились лишь ненамного, ввиду осторожного поведения банков.

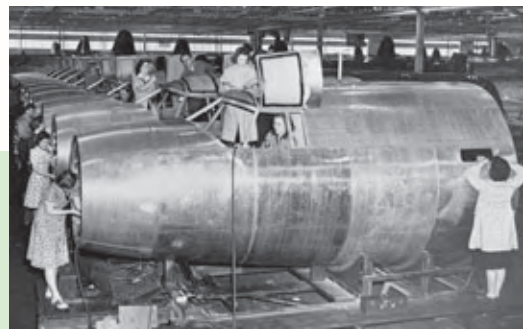
В результате увеличения баланса ФРС стало трудно поддерживать ставку по федеральным фондам вблизи целевого показателя, определяемого политикой, и в декабре 2008 года ФРС снизила эту ставку до целевого диапазона с 0 до 0,25 базисных пунктов. Хотя возможностей для дальнейшего снижения процентной ставки больше нет, ФРС по-прежнему в состоянии проводить денежно-кредитную политику путем изменения структуры и размера своего баланса. И эта возможность имеет решающее значение, учитывая нарастающую угрозу дефляции.

Великая депрессия, великое переосмысление

В 1930 году ФРС ужесточила политику, что способствовало началу Великой депрессии, а в 1937 году слишком рано стала сдерживать экономический рост, затормозив возобновление подъема и столкнув экономику в рецессию. В промежутке она действительно увеличила денежную массу, но значительно менее решительно, чем это сделала ФРС на этот раз.

Финансы для ведения войны

Федеральная резервная система покупала казначейские долговые обязательства во время Второй мировой войны, когда правительству приходилось заимствовать средства в крупных масштабах для финансирования его существенно возросших расходов на оборону. Поскольку ФРС помогала финансировать рекордно высокий дефицит бюджета, денежная база резко колебалась в 1940-е годы, но эти колебания не могут сравниться с приростом осенью 2008 года.



Скорректированная денежная база США, годовое изменение в процентах



Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса.

Подготовили Коши Матай и Саймон Уилсон, Международный Валютный Фонд.



За пределами графика

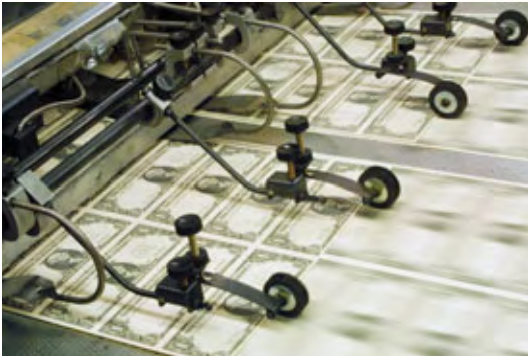
Уже удвоив размер своего баланса, ФРС в настоящее время готова увеличить его еще больше, выведя траекторию денежной базы (отмеченную синей линией) далеко за верхний край этой страницы. В марте 2009 года ФРС объявила, что она существенно увеличит объем закупок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и долговых обязательств, выпущенных агентствами по жилищному финансированию США Fannie Mae и Freddie Mac. Кроме того, она сообщила, что начнет покупать долгосрочные облигации Казначейства США, вместо краткосрочных казначейских ценных бумаг, с которыми она обычно проводила операции.

Выход на эту сторону

Несомненно, предпринятое ФРС резкое расширение денежной базы было обоснованным, учитывая резкий экономический спад и риск дефляции. Но стратегия выхода может оказаться сложной.

После того, как начнется возобновление экономического роста и банки перестанут испытывать нежелание предоставлять в кредит свои резервы, ФРС потребуется быстро сократить денежную базу, чтобы предотвратить инфляцию. Разумеется, определить правильный момент для этого непросто.

Но даже если будет ясно, когда следует начинать сокращать денежную массу, как именно это сделать может быть менее очевидным, поскольку на балансе ФРС в настоящее время имеется ряд активов, которые являются относительно долгосрочными и неликвидными, и потому быстро продать их будет нелегко. Недавно ФРС упомянула о возможности выпускать свои собственные долговые обязательства как еще один способ сократить банковские резервы.



В основном наличные

Жирная синяя черта на графике показывает годовой темп роста скорректированной денежной базы США, то есть суммы фактических наличных денег в экономике и банковских резервов, которые потенциально также могут быть предоставлены в кредит и израсходованы. Помимо резкого прироста при наступлении 2000 года, когда люди боялись, что компьютерные системы откажут и поэтому запасались наличностью, рост денежной базы США был относительно стабильным со времен Второй мировой войны до конца 2008 года.

Более тонкая красная линия на графике показывает, почему нависшей угрозы инфляции не существует, несмотря на взрывное увеличение денежной базы. Все эти денежные средства, закачанные в банковские резервы, там же и остались — они хранятся в кассах банков. Тонкая красная линия показывает тенденцию изменения показателя M2, который представляет собой денежную базу, показанную синей линией, плюс средства на личных и корпоративных чековых и сберегательных счетах. Этот более широкий показатель денежной массы увеличивался лишь в незначительной степени.



Следите за снижающимися ценами

Потребители любят низкие цены на товары, которые они покупают. Но если цены упадут в целом и будут продолжать падать (тенденция, известная как дефляция), существует риск того, что экономика войдет в опасную нисходящую спираль. Почему? Потому что из-за дефляции заимствование выглядит дорогостоящим даже при очень низких процентных ставках, что ведет к сокращению инвестиций, снижению роста и, как следствие, еще более низким ценам. А также потому, что из-за дефляции выплата потребительского кредита представляется более дорогостоящей, что заставляет людей считать себя беднее и тратить меньше денег, что, в свою очередь, способствует дальнейшему сниже-

нию цен. И, наконец, потому, что из-за дефляции потребители могут откладывать покупки в надежде на то, что потом за них можно будет заплатить меньше. Но если все покупатели займут выжидательную позицию, цены еще больше снизятся и экономика может вступить в порочный круг. Не допустить такого исхода чрезвычайно важно, и это помогает объяснить, почему ФРС расширила денежную базу в таких масштабах, как показано на графике. Это также является одной из главных причин, почему правительства во всем мире задействовали крупные пакеты налогово-бюджетных стимулов.



Бумы цен на активы

Каков лучший способ решения проблемы?

Джованни Дель'Ариччиа

Не все бумы одинаковы — принятие правильного решения о применении мер политики зависит от того, каким образом распределены активы и кто уязвим в случае возможного краха

БУМЫ цен на активы являются достаточно распространенными явлениями в странах с рыночной экономикой. Один из первых бумов, отраженных в документах, был связан с тюльпановой лихорадкой 1637 года в Голландии, когда во время ее пика продавались контракты, превышавшие десять годовых доходов квалифицированного ремесленника. Одним из последних был бум на рынке жилья США в течение последнего десятилетия, крах которого вызвал текущий глобальный экономический кризис.

Но не все бумы одинаковы. Некоторые из них приходились на кризисы и эпизоды, связанные с финансовыми трудностями. Тогда как другие вели к росту и созданию долгосрочных материальных активов, например, во время «железнодорожной лихорадки» 1840-х годов в Великобритании. Масштабы и острота текущего кризиса возобновили дискуссию о том, должны ли лица, проводящие экономическую политику, беспокоиться по поводу бумов цен на активы и увеличения доли заемных средств (левериджа). Если да, то относится ли это к области денежно-кредитной политики или упор должен делаться на меры регулирования? Какова должна быть роль налогово-бюджетной политики? Эта дискуссия будет занимать умы экономистов и разработчиков политики еще некоторое время, но можно сделать некоторые предварительные выводы.

Бумы с высоким левериджем более опасны

Большее значение имеют не сами бумы цен на активы, а то, кто владеет активами и кто несет риск, как финансируется бум, и как возможный крах может сказаться на финансо-

Незавершенный проект застройки в Мэриленде, США.

вых организациях. Степень левериджа, связанного с финансированием бума, и степень участия банков и других финансовых посредников будут определять масштабы балансовых эффектов и опасностей для предложения кредита в случае краха.

Как мы узнали в последние месяцы, крахи обходятся намного дороже, когда в бум были вовлечены банки и цены поддерживались за счет кредита от организаций с высоким уровнем левериджа. Это объясняется тем, что когда цены на активы снижаются, балансы заемщиков, а следовательно, и банков, быстро ухудшаются (особенно когда повсеместны несоответствия сроков активов и обязательств), что приводит к замораживанию кредита, которое может пагубно сказаться на экономической активности. Во время подъема более высокая стоимость залога ослабляет ограничения кредита. Соответствующий рост кредита, в свою очередь, содействует росту цен на активы. Во время спада может возникнуть спираль в обратном направлении: падающие цены на залог не позволяют заемщикам получить кредит, что приводит к еще большему снижению цен на активы (Kiyotaki and Moore, 1997).

Бумы с ограниченным левериджем и участием банков, напротив, часто прекращались без серьезных экономических нарушений. Например, за лопнувшим «пузырем» интернет-компаний в 2001 году последовала относительно небольшая рецессия. В этом буме банки играли второстепенную роль. Резкое падение курсов акций оказало воздействие на благосостояние, но не привело к отрицательной обратной связи такого рода, которая существует между ухудшением балансов заемщиков и кредиторов и которая характеризует

текущий кризис. Поэтому оно не привело к ослаблению банковской системы и ухудшению предложения кредита, которые мы наблюдаем сейчас.

Если предположить, что директивные органы решили, что формируется опасный бум, и хотят его прекратить, прежде чем он нанесет большой ущерб реальной экономике, то какие инструменты имеются у них в распоряжении?

Усиление акцента на макрофинансовую стабильность

Первый подход традиционно предусматривал меры денежно-кредитной политики. Но руководители центральных банков являются осторожными и большинство из них с опаской относятся к применению процентных ставок для сокращения бумов цен на активы. Сторонники политики невмешательства утверждают, что центральным банкам следует сосредоточиться на инфляции (и, если имеется такая задача, на экономическом росте). За ценами на активы можно вести наблюдение для получения полезной информации о состоянии экономики (например, быстро растущие цены на активы могут сигнализировать о более широком инфляционном давлении), но сами цены не должны служить объектом воздействия.

Эта точка зрения базируется на четырех основных доводах:

- Роль денежно-кредитной политики заключается в обуздании инфляции.
- Выявлять бумы цен на активы сложно.
- Денежно-кредитная политика может быть слишком грубым инструментом.
- Вмешательство государства может нанести ущерб, который перевесит положительные результаты.

По этим причинам утверждается, что денежно-кредитная политика в большей мере подходит для ликвидации последствий после краха, чем для предотвращения развития бума вообще.

Но, как продемонстрировал текущий кризис, циклы бумов и крахов могут приводить к очень большим издержкам. Он также показал, что традиционные рычаги политики — снижение процентных ставок и вливание ликвидности в экономику — не очень результативны, когда финансовая система серьезно повреждена. Кроме того, хотя спекулятивные бумы, действительно, может быть сложно достоверно определить, эту задачу можно облегчить, сосредоточившись на эпизодах, где вовлечены кредит и банковская система. Кроме того, даже если выявить «опасные» бумы сложно, то меры политики лучше принимать на основе субъективной оценки (как в случае инфляции), если присутствует реальный риск того, что бездействие может привести к катастрофическому сценарию. Из этого следует, что если нарастание системных рисков может предвещать резкий экономический спад, и если меры регулирования не могут полностью предотвратить такое нарастание, центральным банкам нельзя придерживаться политики невмешательства в отношении бумов цен на активы и кредитных бумов. Стабильность цен должна быть одной из целей в рамках более общей задачи поддержания макрофинансовой стабильности.

Но сама денежно-кредитная политика в отрыве от других мер может быть слишком грубым инструментом для эффективного преодоления спекулятивных бумов. Захотите ли вы оставить миллион людей без работы потому, что у ваших банков слишком высокий леверидж? Кроме того, во время бумов ожидаемая прибыль по активам намного выше уровня, на который могло бы воздействовать незначительное изменение процентной ставки. Открытый характер операций с капиталом дополнительно ограничивает действенность процентных ставок — население и компании, желающие получить кредиты, могут, например, обратиться к отделению международного банка. Это особенно справедливо в небольших странах с открытой экономикой и странах с более раз-

витым финансовым сектором, где банки имеют беспрепятственный доступ к иностранному кредиту. Ужесточение денежно-кредитных условий также, скорее всего, привлечет иностранный капитал и дополнительно усилит спрос на привлекательные активы.

Таким образом, поскольку основным недостатком бумов является потенциал многочисленных банковских банкротств, пруденциальные и административные меры могут обеспечить более целенаправленное решение. Поэтому они должны быть важнейшим элементом комплекса ответных мер политики.

Результативность совершенствования регулирования

Одна из основных проблем заключается в том, что существующие инструменты регулирования не уменьшают цикличности финансовых рынков и встроенного левериджа. Более того, ситуация является прямо противоположной.

Пруденциальные нормативы в целом не могут предотвратить нарастание системных рисков в благополучный период и часто усугубляют положение во время спадов. Существующие нормативные положения требуют от банков держать больше капитала во время подъема, поскольку показатели риска увеличиваются, когда капитал уже уменьшился. Подход в системе «Базель-II» на основе внутренних рейтингов способствует данной проблеме, поскольку вероятности дефолта, скорее всего, являются антициклическими (Repullo, Saurina, and Trucharte, 2009). Это заставляет банки сокращать кредитование и тем самым содействует усугублению спада.

Для того чтобы нормативные положения были эффективными, они должны заинтересовать фирмы в сглаживании воздействия макроэкономических шоков. Но вопрос о том, как разработать эффективные пруденциальные меры, экономисты и директивные органы стали рассматривать лишь недавно.

При разработке таких мер властям надлежит учитывать следующие соображения.

- **Введение механизмов, смягчающих шоки.** Антициклические нормативы для капитала и требования о резервах на покрытие потерь по судам могут сыграть важную роль в ограничении бумов.

- **Ограничение левериджа.** Для предотвращения чрезмерного левериджа во время подъемов взвешенные по риску нормативы собственного капитала могут сопровождаться относительно простыми, но четко указанными лимитами левериджа.

- **Ограничение изменчивости кредитования недвижимости.** Изменчивость кредитования недвижимости можно уменьшить благодаря антициклическим лимитам отношения суммы кредита к стоимости недвижимости. Эти лимиты могут быть основаны, например, на росте производства, динамики цен на жилье или совокупном объеме кредитования, связанном с жильем. Более строгие требования к судам ограничили бы быстрый рост нехеджированных валютных кредитов.

- **Ограничение принимаемых рисков.** Меры политики могут быть ориентированы на конкретные источники риска, например, путем ужесточения отбора и требований к залого для некоторых видов ссуд и введения лимитов на открытые валютные позиции.

- **Сдерживание чрезмерного кредитования и заимствования.** Этого можно достичь путем отмены неявных валютных гарантий или налоговых стимулов для конкретных типов ссуд и путем кампаний по информированию общественности (Enoch and Otter-Robe, 2007).

- **Мониторинг проблемных банков.** Наконец, следует ввести меры, которые повышают способность экономики противостоять крахам. Такие меры включают более интенсивное наблюдение за проблемными банками и более строгие

требования по раскрытию сведений о мерах по управлению рисками. Целесообразно вспомнить, что перед кризисом было широко распространено мнение о том, что секьюритизация позволила вывести риски из банковской системы.

Разработка и применение таких правил не будут легкими (см. статью «Европа в условиях стресса» в этом выпуске), особенно в глобализованном мире. Финансовая интеграция ограничивает действенность односторонних мер, поскольку физические лица и компании могут обойти ограничения путем перевода своих средств в оффшорные центры и иностранные материнские банковские компании.

Безусловно, необходимо большее международное сотрудничество. Меры будут более действенными, если органы надзора будут работать сообща над закрытием лазеек, например, не позволят людям переключаться с внутренних кредитов в валюте на прямой иностранный кредит. Такой вид сотрудничества будет все более настоятельно необходим по мере все большей интеграции финансовых систем.

Преодоление бума с помощью фискальных мер

Последний инструмент, имеющийся в распоряжении у директивных органов, — налогово-бюджетная политика. Фискальные меры могут помочь ограничить бумы. Благодаря сокращению спроса, ужесточение налогово-бюджетной политики может остановить наращивание факторов уязвимости. Налоги могут, в частности, воздействовать на цены на активы, но они являются грубыми инструментами, и вопрос о целесообразности использования повышения налогов для сдерживания бумов остается противоречивым.

Вместе с тем, текущий кризис должен заставить директивные органы пересмотреть давние меры, благоприятствующие леввериджу, такие как разрешенные вычеты из налогов для процентных выплат по ипотеке. Хотя большинство наблюдателей согласно, что налогово-бюджетная политика играла незначительную роль в текущем кризисе, налоговые правила во многих странах, несомненно, способствовали высокому уровню задолженности населения и корпораций и, возможно, усилению факторов макроэкономической уязвимости.

Налоговые положения также, вероятно, повлияли на уровень, темпы роста и изменчивость цен на важнейшие активы, что вызывает вопрос о том, могут ли дискреционные налоговые меры играть роль в снижении или поддержании таких цен. Наглядным примером является роль налоговых скидок по ипотеке.

Путь вперед

Нарождающийся бум, возможно, тяжело обнаружить, а также сложно выбрать эффективные ответные меры, что объясняет, почему директивные органы часто избегают решительных мер политики.


Как мы узнали на горьком опыте, финансируемые банками бумы могут приводить к крахам, которые нарушают предложение кредита экономики. Другие бумы, такие как бумы на фондовом рынке, более безопасно оставить в покое. Урок из текущего кризиса очевиден: если бум раздувается за счет увеличения леввериджа через финансовую систему, разработчики политики должны дважды подумать, прежде чем решить отступить в стороне.

Доводы в пользу вмешательства директивных органов зависят от того, как финансируется бум и как распределяется риск. Эпизоды бума с ограниченным леввериджем и участием финансовых посредников часто прекращаются без серьезных нарушений в экономике. Риски для экономики выше, когда рост цен на активы стимулируется за счет леввериджа, а риски остаются в основном в банковской системе.

Наилучшим способом прекращения бума является, скорее всего, определенное сочетание инструментов политики. В будущем органам денежно-кредитной политики потребуется в большей мере учитывать бумы цен на активы и финансовую стабильность. Однако ответные действия должны предусматривать более широкое применение пруденциальных мер, направленных на ограничение процикличности деятельности финансовых посредников. ■

Джованни Дель'Ариччиа — заместитель начальника отдела в Исследовательском департаменте МВФ.

■ 2009 ■ ANNUAL MEETINGS ■



WORLD BANK GROUP ■ INTERNATIONAL MONETARY FUND

Come to Istanbul, Turkey for the 2009 Program of Seminars

Thought Provoking →
Agenda Setting → Action Inspiring

WHEN: October 3–5, 2009
WHERE: Istanbul, Turkey

For further information please contact:
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, D.C. 20431 U.S.A.

Telephone: [1](202) 473-3394
Facsimile: [1](202) 623-4004
Email: seminars@worldbank.org
Website: www.worldbank.org/pos

Key Themes for 2009

- ◆ The Global Crisis and Policy Responses
 - ◆ Financial Crisis and the Poor
 - ◆ Crisis, Recovery & Structural Reform
 - ◆ Emerging Europe & Central Asia
- ◆ Future of the International Financial System
 - ◆ Greening the Crisis Response
 - ◆ Private & Public Sector Roles After the Crisis

Идеальная буря

Мнение Оливье Бланшара о фундаментальных причинах кризиса

Ведущий экономист МВФ в своей ноябрьской лекции представил объяснение того, как кризис, начавшийся на рынке обеспеченных ипотеками ценных бумаг, перерос в сильнейший спад с 1930-х годов.

В ТЕЧЕНИЕ некоторого времени после начала финансового кризиса его влияние на экономическую активность в реальном секторе представлялось ограниченным, но это положение сохранилось недолго. Во второй половине 2007 года уже стали наблюдаться последствия снижения цен на жилье, падения фондовых цен — что сначала было спровоцировано падением фондовой стоимости финансовых учреждений, — повышения премий за риск и рационализации кредита. Однако осенью 2008 года эти эффекты неожиданно стали значительно более заметными. Опасения, что финансовый кризис усугубляется и что он может привести к новой Великой депрессии, вызывали резкое падение фондовых цен и радикальное падение доверия со стороны потребителей и корпораций во всем мире.

Это произошло в результате накопления в предшествующий благоприятный период фундаментальных условий, которые способ-

ствовали формированию кризиса, а также запуска усиливавших механизмов, качественно обостривших его последствия.

Бланшар выделил два взаимосвязанных, но различных механизма: во-первых, продажу активов для восполнения изымаемой инвесторами ликвидности и, во-вторых, продажу активов для восстановления коэффициентов достаточности капитала. В совокупности с исходными условиями эти механизмы способствовали образованию сильнейшего глобального спада за период с 1930-х годов.

Четыре начальных условия

Спусковым механизмом для кризиса послужило снижение цен на жилье в США. Однако начальные убытки вследствие кризиса на рынке непервоклассных ипотек были не столь велики в сравнении с такими показателями, как капитализация фондового рынка США, и оказались практически незаметными относительно последовавших падений цен на мировых фондовых рынках (см. рисунок). Однако с течением лет создались условия для намного более масштабного кризиса. Бланшар назвал четыре сложившихся предварительных условия: недооценка риска, содержащегося в новых выпускавшихся

активах; непрозрачность производных ценных бумаг на балансах финансовых учреждений; взаимосвязанность финансовых учреждений в пределах отдельных стран и между странами; высокие коэффициенты использования заемных средств в финансовой системе в целом.

Имело место создание, покупка и продажа активов, которые представлялись намного менее рискованными, чем они были на самом деле. В рамках ожиданий стабильных или растущих цен на жилье большинство непервоклассных ипотек представлялись относительно безрисковыми: стоимость ипотеки могла быть значительной относительно стоимости дома, но этот дисбаланс постепенно уменьшался с течением времени по мере роста цен. В ретроспективе становится понятно, что недостатком этого подхода была сама его предпосылка — если цены на жилье фактически бы снизились, стоимость многих ипотек превысила бы цену домов, что привело бы к дефолтам и принудительным выселениям должников. Почему люди, получавшие такие ипотеки, и учреждения, их выдававшие, так сильно недооценивали истинный риск? Этому давалось множество объяснений, и называлось множество потенциальных виновников. Каждое из этих объяснений содержит зерно истины, но только зерно.

По мнению Бланшара, фундаментальное объяснение является более общим. Урок истории заключается в том, что благоприятные экономические условия ведут к кредитным бумагам и созданию маргинальных активов и выдаче маргинальных ссуд. Заемщики и кредиторы наблюдают складывающееся в последнее время распределение прибыли и заряжаются оптимизмом, начинают слишком оптимистично оценивать будущие прибыли. Ситуация в 2000-х годах была благоприятной в большей части мира, где отмечался устойчивый рост и низкие процентные ставки. И, в частности, если рассмотреть цены на жилье в США, заемщики и кредиторы могли бы указать на то, что эти цены повышались каждый год с 1991 года, даже во время спада 2001 года.

Секьюритизация вела к появлению на балансах финансовых учреждений сложных и трудных для оценки активов. Секьюритизация началась значительно раньше, но стала особенно масштабной в последнее десятилетие. В середине 2008 года более 60 процентов всех ипотек в США были секьюритизованы — они объединялись в пулы для создания обеспеченных ипотеками ценных бумаг, — а потоки доходов от этих ценных бумаг разделялись («траншировались») для предложения более рискованных потоков одним инвесторам и менее рискованных другим.

Почему секьюритизация начала резко развиваться именно таким образом? Потому что она была и остается принципиальным механизмом совершенствования распределения риска и является фундаментально здоровым образованием. В самом деле,

если рассматривать ситуацию в различных странах до кризиса, многие (включая Бланшара) делали заключение, что экономика США более легко переживет снижение цен на жилье, чем большинство других стран, поскольку амортизатором потрясения будет более широкий круг инвесторов, вместо того чтобы оно пришлось лишь на несколько финансовых учреждений, а потому его будет намного легче компенсировать. Этот аргумент не учитывал два аспекта, которые оказались значимыми. Первый заключался в том, что со сложностью инструментов пришла и их непрозрачность. В то время как стоимость простых пулов ипотек оценить было просто, оценка стоимости производных траншированных ценных бумаг представляла собой более сложную задачу, а еще сложнее было оценить стоимость ценных бумаг, которые представляли собой производные инструменты, построенные на базе отдельных частей траншированных производных ценных бумаг. Таким образом, обеспокоенность состоянием исходных ипотек преобразовалась в высокую степень неопределенности относительно стоимости производных ценных бумаг. И в этих условиях тот факт, что держателями ценных бумаг выступал широкий круг финансовых учреждений, означал, что эта значительная неопределенность сказывалась на балансах большого числа экономических субъектов в стране.

Секьюритизация и глобализация вела к растущей взаимосвязанности финансовых учреждений в пределах отдельных стран и между странами. Одним из фактов, обнаружившихся на раннем этапе кризиса, была значительная величина открытых позиций некоторых региональных немецких банков на рынке непервоклассных ипотек в США. Однако реальность оказалась намного богаче этого одного примера. Внешние требования банков пяти крупнейших стран с развитой экономикой увеличились с 6,3 триллиона долларов в 2000 году до 22 триллионов долларов к июню 2008 года. В середине 2008 года требования этих банков только к странам с формирующимся рынком превысили 4 триллиона долларов. Подумайте, к чему это могло бы привести, если по той или иной причине эти банки решили бы сократить свои внешние позиции, как это происходит сейчас.

В финансовой системе повысился коэффициент использования заемных средств. Последним ключевым исходным условием было повышение левериджа. Финансовые учреждения финансировали свои портфели, используя все меньше и меньше капитала, тем самым увеличивая норму прибыли на этот капитал. Каковы были фундаментальные основания для этого? Безусловно, свою роль сыграли оптимизм и недооценка риска. Другим важным фактором было количество лазеек в нормах регулирования. Банки имели возможность снизить свои нормы достаточности капитала за счет перевода активов за баланс в так называемые компании структурированных инвестиций. В 2006 году стоимость забалансовых активов «Сити-груп» в размере 2,1 триллиона долларов превысила стоимость ее активов на балансе, составившую 1,8 триллиона долларов. Эта проблема распространилась далеко за пределы только банковской сферы. Например, на конец 2006 года узкоспециализированные страховщики, которые занимались страхованием от конкретного вида риска, например от дефолта по муниципальным облигациям, и действовали за пределами периметра регулирования, имели капитал в размере 34 миллиардов долларов, который должен был покрывать страховые требования по активам в размере более 3 триллионов долларов.

Последствия высокого левериджа для кризиса были очевидными. Если по какой-либо причине стоимость активов становится ниже или более неопределенной, то чем выше леверидж, тем больше вероятность того, что капитал будет полностью размыт и учреждения станут неплатежеспособными. Именно это и произошло.

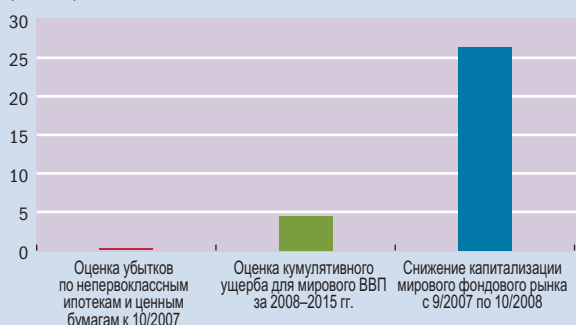
Механизмы усиления кризиса

Более крупный кризис является результатом действия двух механизмов, усиливающих исходный кризис: неспособность неко-

Углубление кризиса

Убытки по непервоклассным ипотекам были небольшими по сравнению с последующими спадами на фондовом рынке.

(1960=100)



Источники: МВФ, *Global Financial Stability Report* и «Перспективы развития мировой экономики (обновление и оценки за ноябрь)»; Всемирная федерация бирж. Оценки по состоянию на ноябрь 2008 года.

торых банков обеспечить свое финансирование и последствия норм достаточности капитала для банков.

Первый усиливающий механизм представляет собой современную версию массового изъятия средств из банков. В традиционных случаях массового изъятия средств в период Великой депрессии вкладчики снимали свои деньги со счетов в банках. С тех пор произошло два изменения. Во-первых, в большинстве стран вкладчики по большей части застрахованы, а потому у них мало стимулов в массовом порядке изымать свои средства из банка. Кроме того, банки и другие финансовые учреждения финансируются главным образом на денежных рынках за счет краткосрочного «оптового финансирования».

Поэтому современные массовые изъятия не являются буквально изъятием средств. Фактически, просто учреждения, которые считаются рискованными, оказываются не в состоянии привлечь на денежных рынках средства для финансирования своей деятельности. Результат оказывается тем же, как и в случае прошлых массовых изъятий вкладов, — столкнувшись со снижением своей способности к привлечению заемных средств, учреждения оказываются вынужденными продавать активы. Если это явление приобретает макроэкономические масштабы, может оказаться, что есть слишком мало очень богатых инвесторов, готовых покупать активы. Если, кроме того, внешним инвесторам сложно оценить стоимость предлагаемых к продаже активов, активы в большинстве случаев будут продаваться по «пожарным ценам», то есть по ценам, которые ниже ожидаемой дисконтированной стоимости будущих платежей по активам. Это, в свою очередь, ведет к тому, что продажа активов одним учреждением обуславливает снижение стоимости всех аналогичных активов, не только на балансе продавца, но и на балансах всех учреждений, которые являются держателями таких активов. Это вызывает уменьшение их капитала, заставляя и их продавать свои активы, и так далее.

Начинает работать усиливающий механизм, и нетрудно увидеть, как величина усиления зависит от исходных условий: чем более непрозрачными, а потому и сложными для оценки, являются активы, тем большим будет увеличение неопределенности, обуславливая большее повышение ощущаемого риска неплатежеспособности и потому увеличивая вероятность изъятия средств. По тем же причинам будет сложнее найти внешних инвесторов, готовых приобрести эти активы, а «пожарная скидка» с их стоимости при продаже будет больше. Когда секьюритизация ведет к расширению открытых позиций по таким активам на более широкий круг учреждений, большее число учреждений оказываются подвержены риску изъятия средств финансирования. И, наконец, если выше леверидж учреждений, то есть у них с самого начала меньше собственного капитала относительно активов, оказывается больше вероятность неплатежеспособности, что снова повышает вероятность изъятия у них средств финансирования. Как показала практика, все эти факторы весьма очевидным образом присутствовали в начале кризиса, и именно этим объясняется особая мощь, с которой проявился описанный усиливающий механизм.

Второй усиливающий механизм обусловлен тем, что финансовые учреждения должны поддерживать надлежащие коэффициенты достаточности капитала. Сталкиваясь со снижени-

ем стоимости своих активов, а следовательно, и с уменьшением своего капитала, финансовые учреждения оказываются вынуждены повысить свои коэффициенты достаточности капитала либо для удовлетворения требований регулирующих органов, либо для того, чтобы показать инвесторам, что они принимают

меры по снижению риска неплатежеспособности. В принципе здесь у них есть выбор. Они могут либо привлечь дополнительные средства у внешних инвесторов, либо снизить леверидж, уменьшив размеры своих балансов путем продажи части своих активов или уменьшения кредитной деятельности. В условиях макроэкономического кризиса найти дополнительный частный капитал обычно сложно по указанным выше причинам: может не быть достаточного количества богатых инвесторов, готовых предоставить средства. А если активы, принадлежащие финансовым учреждениям, сложно оценить, инвесторы будут несклонны помещать свои средства в учреждения, имеющие подобные активы. В такой ситуации единственным вариантом для таких учреждений будет продать часть своих активов. Тогда начинает действовать описанный выше механизм: продажа активов ведет к установлению «пожарных цен», сказываясь на балансах всех учреждений-держате-

лей таких активов, вызывая необходимость дальнейших продаж и так далее. И снова непрозрачность, взаимосвязанность и леверидж — все эти факторы ведут к еще большему усиливающему эффекту.

Описанные два механизма являются различными. Теоретически, изъятие средств финансирования может иметь место и без первоначального снижения стоимости активов. Это известное положение о множестве равновесий: если финансирование останавливается, требуется пожарная ликвидация активов по сильно сниженным ценам, что затем можно использовать в оправдание исходного прекращения финансирования. Однако вероятность изъятия финансирования повышается, когда имеются более значительные сомнения в отношении стоимости активов. Теоретически фирмы могут стремиться к принятию мер по восстановлению своего коэффициента достаточности капитала, даже если они не сталкиваются с проблемами финансирования в краткосрочном плане и им не угрожает изъятие средств финансирования.

Однако эти два механизма взаимодействуют по многим направлениям. Финансовое учреждение, подверженное опасности изъятия средств финансирования, может, вместо продажи своих активов, сократить кредит другому финансовому учреждению, которое, в свою очередь, окажется вынуждено продавать активы. Одним из каналов, по которому кризис распространялся из стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком, было сокращение кредитных линий финансовыми учреждениями в развитых странах своим иностранным филиалам, которые, вследствие этого, были вынуждены или продавать активы, или сокращать кредит заемщикам в своих странах.

Итак, недооценка риска, непрозрачность, взаимосвязанность и высокий леверидж — все эти факторы объединились и создали идеальную (финансовую) бурю. За время, прошедшее после этой лекции Бланшара, к описанным усиливающим механизмам добавились и другие, превратив финансовые вихри в еще более мощную макроэкономическую бурю. ■

«Современные массовые изъятия не являются буквально изъятием средств — просто учреждения, которые считаются рискованными, оказываются не в состоянии привлечь на денежных рынках средства для финансирования своей деятельности».

Игра с огнем

Фирмы из разных стран с формирующимся рынком заключали контракты с нестандартными производными инструментами, которые привели к огромным убыткам

Рэндалл Додд

ОНИ звучат, как названия игрушек или детских сказок: KIKO в Корее, TARN в Бразилии и других странах. Но все они — часть деловой модели, основанной на использовании (или ненадлежащем использовании) нестандартных производных инструментов, которые приносят отнюдь не воображаемые результаты. Операции с этими инструментами привели к огромным убыткам, которые вызвали панику на валютных рынках и способствовали распространению финансового кризиса на страны с формирующимся рынком. Эти самые что ни на есть реальные последствия заставили руководителя круглого стола для деловых кругов в Польше назвать их «адским продуктом».

Первыми сообщили об убытках частные фирмы внешнеторгового сектора. В большинстве случаев это — экспортеры, которые, как оказалось, использовали производные инструменты для хеджирования от неблагоприятных последствий в случае укрепления их национальной валюты. Но когда вместо этого валюты обесценились и сведения об убытках были раскрыты, валютные рынки зашатались, поскольку для покрытия убытков этим фирмам пришлось выпутываться из ситуации и продавать местную валюту за доллары. Значительные прямые убытки понесли многие компании. По оценкам, в странах с формирующимся рынком пострададо 50 000 фирм. Сюда входят 10 процентов экспортеров Индонезии и 571 фирма Кореи, относящаяся к числу мелких и средних экспортеров. В Бразилии убытки оцениваются в 28 млрд долларов США, в Индонезии — в 3 млрд долларов США, а в Мексике и Польше — по 5 млрд долларов США. Не все убытки приходится на частный сектор. В Шри-Ланке государственная компания Ceylon Petroleum Company потеряла 600 млн долларов США, а убытки китайской Citic Pacific составили 2,4 млрд долларов США.

Явление это, как представляется, повсеместное. Об убытках сообщили также экспортеры и другие фирмы в САР Гонконг, Индии и Малайзии. Фирмы Бразилии и Мексики также понесли крупные убытки (см. статью «Хеджирование, а не пари» в настоящем выпуске).

Предмет обсуждения

Директивные органы многих стран вовлечены в нередко ожесточенные споры по поводу того, что делать с благозвучно названными KIKO и TARN, а также с другими нестандартными производными финансовыми инструментами (см. вставку). Центральное место в этих спорах занимают два принципиальных вопроса. Каковы были намерения фирм: хеджирование, то есть защита от валютных колебаний, или спекуляция? И какова была роль бан-

ков, выступавших в качестве дилеров по производным инструментам: удовлетворяли ли они просто потребности своих клиентов или же занимались вводящей в заблуждение торговой практикой?

Определить умонастроение клиентов или дилеров вряд ли возможно. Так что от разгоревшихся споров было больше жара, чем света. В данной статье делается попытка описать эти производные инструменты, проанализировать их пригодность для хеджирования и спекуляции и предложить некоторые меры экономической политики, которые позволят предотвратить ненадлежащее использование таких инструментов.

Обеспокоенность интересами общества, сопряженная с этими нестандартными финансовыми продуктами, возникла из-за того, что воздействие их на экономику соответствующих стран с формирующимся рынком было более сильным, чем прямое воздействие на фирмы, проводившие операции с такими продуктами. Когда обесценение национальной валюты стало достаточно серьезным, чтобы привести к крупным убыткам для инвесторов в KIKO или TARN, отчеты об этих убытках взбудоражили местные валютные рынки и увеличили наплыв предложений на продажу. Отсутствие прозрачности на рынке в отношении этих нестандартных производных инструментов означало, что валютные рынки не могли знать ни объемов незавершенных операций, ни того, кто их проводит, ни размеров потенциальных убытков. Неопределенность породила страх, затем — панику, которая сама себя подпитывала. Страх способствовали дальнейшему снижению стоимости валют, что привело к еще большему убыткам по производным инструментам.

Претенциозно, но эффективно

В рамках своих маркетинговых усилий продавцы деривативов часто дают нестандартным производным инструментам броские названия. KIKO означает опцион «удар — нокаут» (knock-in knock-out), причем «нокаут» представляет собой точку, при достижении которой дополнительная прибыль инвестора аннулируется. TARN означает «нота с целевой суммой погашения» (target redemption note), по условиям которой дополнительная прибыль закончится после того, как она достигнет «целевой суммы погашения». Название TARN также часто используется для обозначения форварда или свопа. К другим сопоставимым производным инструментам относятся «снежный ком» (snowball) и «аккумулятор» (accumulator), названия которых указывают на их потенциал в плане накопления дополнительной прибыли (и убытков).

Доверие инвесторов также серьезно пострадало. Курсы ценных бумаг на фондовом рынке стран с формирующимся рынком рухнули, а кредитные спреды резко возросли. Иностранцы инвесторы изымали капитал, и перспективы рефинансирования валютных долгов с наступающими сроками погашения стали весьма сомнительными. Мировой финансовый кризис, начавшийся на жилищном рынке США, достиг стран с формирующимся рынком.

Первое появление

Проблемы обнаружились в прошлом году — как казалось бы не связанные случаи возникновения трудностей у нефинансовых фирм из-за валютных хеджей, которые представляют собой операции с целью компенсировать убытки, появляющиеся при падении стоимости валютной выручки фирм по сравнению со стоимостью национальной валюты (которую приходится использовать для оплаты производственных издержек). Валютные хеджи имеют особое значение для фирм из экспортного и импортного секторов, поскольку они получают выручку или осуществляют платежи в валютах, отличных от их национальных валют, и хотят защитить доходы в своих местных валютах. В большинстве случаев эти экзотические хеджи предусматривали, что экспортер открывает длинную позицию в валюте своей страны, то есть покупает контракт на производный инструмент, который предполагает увеличение стоимости национальной валюты, обычно по отношению к доллару.

Впрочем, быстро выяснилась одна закономерность. По меньшей мере в семи странах Азии — Китае, Индии, Индонезии, Корее, Малайзии, Шри-Ланке и Японии, — а также в Бразилии, Мексике и Польше, возникли убытки в результате использования очень сходных контрактов с нестандартными производными финансовыми инструментами, торгуемых между умудренными опытом дилерами по деривативам и их часто менее искушенными клиентами из числа нефинансовых корпораций. В Корее эти производные инструменты были известны как KIKO (knock-in, knock-out), в других странах их называли TARN (target redemption forwards, swaps, or notes), что означает «форварды, свопы или ноты с целевой суммой погашения», «форварды с возможностью досрочного погашения» (callable forwards) или «срочные депозиты с возможностью выбора валюты платежа» (dual currency deposits). В Японии использовалось обозначение «валютные купонные свопы» (currency coupon swaps).

Тревогу вызвал размер убытков. Объявленные убытки были чрезмерно велики по сравнению с разумными оценками экспортных доходов фирм, и некоторые фирмы были вынуждены срочно искать защиту, объявив банкротство. Это не согласовывалось с результатами обычной деятельности по хеджированию. Вместо этого все возрастающие убытки вызвали взрывы негодования по поводу финансовой политики — они превратились в скандалы.

Что они собой представляли?

Хотя названия менялись от страны к стране, базовая экономическая структура операций, подобных KIKO и TARN, оставалась одной и той же.

- Производный инструмент обеспечивал занятие длинной позиции, то есть позиции, при которой инвестор получает прибыль от увеличения стоимости базовой валюты. Обычно это была позиция по местной валюте, хотя в Шри-Ланке операции велись по сырой нефти, а в Японии — по австралийским долларам.
- Производный инструмент предусматривал ежемесячные выплаты на протяжении периода, равного одному, а иногда двум годам. В структуре KIKO использовались длинные опционы «колл» (дающие покупателю право в течение определенного периода времени приобрести валюту по определенной цене) и короткие опционы «пут» (предоставляющие право на продажу). Это создавало экономический эквивалент фьючерсного или форвардного контракта: инвестор получает прибыль в результате повышательной динамики базовой цены и несет убытки в результате ее понижательной динамики.

- Потенциальная прибыль по операции была ограничена сверху или лимитирована. В одних случаях это было так называемое «положение о нокауте», которое предусматривало прекращение ежемесячных платежей, если в результате укрепления иностранной валюты ее обменный курс преодолел оговоренный уровень, а в других случаях действие контракта прекращалось, если размер накопленной прибыли достигал целевой суммы.

- Потенциальные убытки не были ограничены, и действительно, производные инструменты были структурированы таким образом, что темпы формирования убытков обычно вдвое превосходили темпы снижения базового обменного курса или справочной цены.

- Первоначальная стоимость или премия для проведения таких операций равнялись нулю.

Надлежащее обсуждение

Трудно понять, намеревались ли нефинансовые фирмы хеджировать себя от дальнейшего укрепления своей валюты или же просто спекулировать. Трудно понять и то, насколько глубоко они понимали профиль соотношения риска и доходности по этим операциям. Столь же трудно установить, удовлетворяли ли дилеры по производным инструментам, предлагавшие такие сделки, потребности своих клиентов, или же они использовали их для собственной выгоды.

Каковы бы ни были мотивы, результат был ясен, как и экономический характер таких контрактов. Эти нестандартные производные инструменты не подходили ни для хеджирования, ни для спекуляций, и вряд ли хоть один знающий инвестор стал бы сознательно заключать такие контракты. Дебаты по вопросам политики должны перейти от попыток понять настроения трейдеров и инвесторов, ведущих операции с производными инструментами, к обсуждению оптимальных способов, позволяющих гарантировать, что соответствующие производные инструменты действительно используются для хеджирования, что лица, осуществляющие хеджирование, защищены от злоупотребительной торговой практики, и что спекулятивная торговля ограничивается «квалифицированными» фирмами и частными лицами.

Нестандартные производные инструменты непригодны для хеджирования, поскольку они не обеспечивают близкого соответствия параметров имеющихся у фирм открытых позиций. И хотя фирмам действительно необходимо страховать себя от потерь в случае укрепления национальной валюты, инструменты, подобные KIKO и TARN, не выполняют функцию хеджа, если курс валюты поднимается достаточно высоко, чтобы «нокаутировать» платежи или вызвать автоматическое погашение контрактов. Кроме того, потенциальная прибыль экспортеров в результате обесценения валюты, получаемая благодаря повышению конкурентоспособности их продукции, не уравновешивается удвоением темпов формирования убытков в результате обесценения.

Не подходят подобные производные инструменты и для фирм, не способных вынести возможный удар, связанный с удвоением потенциальных убытков от снижения курса валюты. Ставшие итогом таких операций банкротства позволяют говорить о том, что именно так и произошло. основополагающий принцип пригодности заключается в том, что инвестор должен быть в состоянии выдержать потенциальные убытки.

Более того, даже если фирмы внешнеторгового сектора намеревались спекулировать, эти деривативы были далеко не лучшими инструментами для данной цели. Валютный фьючерс либо стандартный форвард или своп обладал бы таким же или более высоким потенциалом с точки зрения повышения стоимости инструмента, не подвергая спекулянта удвоенному риску снижения его стоимости.

Если KIKO и TARN не подходили для хеджирования и были не самой лучшей альтернативой для спекуляций, почему же торговля ими велась в столь значительных объемах? По одной из гипотез, инвесторы либо были недостаточно опытными, либо не были информированы или осведомлены о рисках. В самом деле,

ситуация на международных финансовых рынках столь долгое время оставалась благоприятной, что инвесторы на многих рынках стали недооценивать некоторые риски. А нефинансовые фирмы, по-видимому, были менее опытны, чем крупные банки, предлагающие подобные сделки.

Еще одна гипотеза заключается в том, что банки иногда оказывали на инвесторов давление, принуждая их к заключению контрактов в качестве условия пролонгации их займов. Представители органов финансового регулирования некоторых стран с формирующимся рынком в интервью с автором настоящей статьи говорили, что инвесторы жаловались на давление со стороны банков в ходе переговоров о рефинансировании займов. Согласно еще одному объяснению популярности производных инструментов, цены на KIKO и TARN устанавливались таким образом, чтобы привлечь инвесторов к принятию более высоких рисков, поскольку по нестандартным производным инструментам предлагались более выгодные обменные курсы, чем действующие на рынке курсы по стандартным фьючерсам и опционам. Последнее означает, что инвесторы имели какое-то представление об этих продуктах и сопряженных с ними рисках. Однако отсюда не следует, что подобные нестандартные инструменты были их оптимальным выбором. Если инвесторы сознательно соглашались на такой компромисс между риском и доходностью, это означало опасно неэффективную сделку, по которой нефинансовые фирмы фактически продавали более искушенным финансовым фирмам страховую защиту от значительных экстремальных рисков.

Что следует сделать регулирующим органам

У фирм есть веские стимулы для хеджирования, и фактическая деятельность в области хеджирования была бы более активной, если бы фирмы не боялись, что их введут в заблуждение или мошеннически обманут. Хеджирование не привело бы к убыткам, которые принесли операции с этими нестандартными производными инструментами, столь скандально известными в странах

с формирующимся рынком. Чтобы стимулировать более активное хеджирование и помочь избежать повторения недавних убытков и дезорганизации на валютных рынках, вызванных этими нестандартными инструментами, можно принять следующие меры.

- На национальном уровне следует уточнить и усилить законы о защите инвесторов и положения о борьбе с мошенничеством, с тем чтобы воспрепятствовать использованию операций с ненадежными производными инструментами.
- Следует установить требования, касающиеся отчетности по операциям с производными инструментами. Представление данных о ценах и других параметрах операций с производными инструментами повысит прозрачность рынка и расширит возможности национальных и многонациональных надзорных органов в плане выявления потенциальных проблем до их обострения.
- Внедрение новых и сложных производных инструментов или, по крайней мере, их использование фирмами, не относящимися к категории квалифицированных спекулянтов, должно регулироваться посредством использования перечней приемлемых финансовых инструментов или перечней запрещенных инструментов.
- Для мониторинга рынков в общемировом масштабе необходим многосторонний надзор, который, наряду с выполнением прочих функций, должен выявлять формы ненадлежащего рыночного поведения и злоупотреблений в торговой деятельности, подобных тем, что наблюдались в случае KIKO и TARN. Благодаря отношениям, установленным с национальными органами надзора, этот орган должен быть способен оперативно уведомлять их о подозрительных или вызывающих тревогу событиях. В качестве многонационального учреждения МВФ мог бы выполнять эту задачу и уже сейчас располагает некоторыми необходимыми ресурсами и официальными каналами сотрудничества между странами-членами. ■

Рэндалл Додд — старший эксперт по вопросам финансового сектора в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)



Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets


and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu



Новые пути к финансированию

Когда ощущается нехватка финансирования, развивающиеся страны должны использовать инновационные подходы для мобилизации капитала

Кухня ресторана в Вермонте, Соединенные Штаты: группы мигрантов могут стать потенциальными покупателями облигаций для диаспор.

Сухас Кеткар и Дилип Ратха

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ страны имеют непогашенный краткосрочный долг в размере почти одного триллиона долларов. Согласно Всемирному банку, им грозит дефицит финансирования в размере от 370 до 700 млрд долл. США. Учитывая сильный кризис доверия, охвативший рынки долговых инструментов, этим странам будет крайне трудно получить частное финансирование, используя традиционные финансовые инструменты. Требуется инновационные подходы к финансированию, особенно для заемщиков из частного сектора развивающихся стран, которым грозит даже более жесткое нормирование кредита, чем заемщикам из государственного сектора.

Нехватка капитала может воспрепятствовать обеспечению долгосрочного экономического роста и занятости во многих развивающихся странах, которые пользуются ограниченным доступом к капиталу даже в самые благоприятные времена. Одной официальной помощи будет недостаточно, чтобы покрыть кратко- или долгосрочный дефицит финансирования. В конечном итоге, потребуются использовать официальное финансирование, чтобы катализировать частные потоки в развивающиеся страны, используя инновационные подходы к финансированию, такие как адресная работа с потенциальными инвесторами, средства которых ранее не были задействованы, или использование структур расширения кредитования для привлечения средств существующих инвесторов.

Стимулировать такие подходы легче на словах, чем на деле, особенно в период углубляющегося финансового кризиса. Однако кризис задолженности 1980-х годов был, в конечном итоге, урегулирован с помощью инновационного подхода — создания облигаций Брейди в 1989 году. Эти облигации, названные по имени Николаса Брейди, бывшего в то время министром финансов США, позволили секьюритизировать банковский долг, главным образом, латиноамериканских стран, обратив его в обращающиеся облигации, которые могли покупаться широкими слоями инвесторов.

К числу инновационных рыночных механизмов финансирования, которые могли бы быть использованы развивающимися странами, относится заимствование в среде их экспатриантов (диаспор) путем секьюритизации будущих доходов и выпуска облигаций, индексированных по экономическому росту. Согласно первоначальным оценкам, страны Африки к югу от Сахары могут мобилизовать от 5 до 10 млрд долл. США путем выпуска облигаций для диаспор и 17 млрд долл. США путем секьюритизации будущих денежных переводов от лиц, работающих за границей, и другой будущей дебиторской задолженности.

Облигации для диаспор

Правительства Индии и Израиля смогли мобилизовать приблизительно 40 млрд долл. США, часто в периоды кризисов ликвидности, привлекая богатство своих диаспор для урегулирования платежного баланса и финансирования проектов в области инфраструктуры, жилищного строительства, здравоохранения и образования. Выпуски облигаций для диаспор Корпорацией развития Израиля (КРИ) являются обычной практикой в рамках годовых программ привлечения внешнего финансирования этой страны и позволили мобилизовать свыше 25 млрд долл. США за период с 1951 года. Государственный банк Индии (ГБИ) лишь трижды выпускал облигации для диаспор: в 1991 году после возникновения кризиса платежного баланса, в 1998 году после проведения страной ядерных испытаний и в 2000 году. ГБИ мобилизовал 11,3 млрд долл. США. Инвесторы в среде еврейских диаспор при покупке облигаций КРИ платят высокую премию к цене (которую, вероятно, правильнее было бы охарактеризовать как крупный патриотический дисконт с дохода). Индусы, проживающие за границей, покупали облигации ГБИ, когда обычные источники финансирования для Индии практически исчезали.

Феномен облигаций для диаспор имеет два объяснения. С точки зрения стран, облигации для диаспор представляют собой устойчивый и дешевый источник внешнего финансирования, особенно во времена нехватки финансовых средств. С точки

зрения инвесторов, облигации для диаспор предоставляют им возможность продемонстрировать свой патриотизм, оказав помощь стране происхождения. Кроме того, худшим сценарием в случае облигаций для диаспор является осуществление выплат по обслуживанию долга в национальной, а не свободно конвертируемой валюте. Однако поскольку инвесторы в среде диаспоры часто имеют обязательства в стране происхождения, они, вероятно, рассматривают риск получения платежей в национальной валюте с меньшим беспокойством, чем другие инвесторы.

К числу стран, в которых проживают крупные диаспоры, относятся Соединенные Штаты (в которых живут крупные группы выходцев из стран Азии — Филиппин, Индии, Китая, Вьетнама и Кореи; из Латинской Америки и Карибского бассейна — Сальвадора, Доминиканской Республики, Ямайки, Колумбии, Гватемалы и Гаити; и Восточной Европы — Польши), Япония (в которой проживают крупные диаспоры выходцев из Кореи и Китая), Соединенное Королевство (имеющее крупные общины индийцев и пакистанцев), Германия (в которой живут выходцы из Турции, Хорватии и Сербии), Франция (имеющая диаспоры выходцев из Алжира и Марокко) и Южная Африка (принявшая мигрантов из соседних стран Юга Африки). Крупные группы мигрантов из Индии, Пакистана, Филиппин, Бангладеш, Индонезии и Африки в богатых нефтью странах Персидского залива также являются потенциальными покупателями облигаций для диаспор.

Если банки и другие эмитенты хотят задействовать розничный рынок США, им, вероятно, придется зарегистрировать свои облигации для диаспор в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, чьи обычные требования к раскрытию информации могут обескуражить страны со слабыми финансовыми институтами. Но страны, имеющие крупные диаспоры своих выходцев в Европе, где нормативные требования являются сравнительно менее строгими, могут там мобилизовать необходимые средства. Облигации для диаспор могли бы быть также выпущены в Саудовской Аравии, Малайзии, России, Сингапуре и Южной Африке.

Секьюритизация будущих потоков

Секьюритизация в настоящее время во многом воспринимается как негативный термин, потому что глобальный кризис уходит своими корнями в секьюритизированный долг в Соединенных Штатах. Однако главной проблемой была не секьюритизация, а сверхагрессивная оценка базовых активов. Если эта ошибка не повторится и будет обеспечено достаточное избыточное покрытие на случай понижения стоимости базового залога, секьюритизация долга будущими поступлениями в свободно конвертируемой валюте явится жизнеспособным способом мобилизации средств развивающимися странами в сложившихся условиях низкого стремления инвесторов к риску.

С тех пор как мексиканский Telmex провел первую секьюритизированную операцию, основанную на будущих потоках дохода в долларах США, ведущими агентствами кредитного рейтинга было оценено свыше 400 таких операций, стоимость которых была определена в 80 млрд долл. США. Была проведена секьюритизация разнообразных будущих поступлений, включая экспорт нефти, минералов и металлов; авиационные билеты, ваучеры по кредитным картам, электронные и бумажные перечисления денежных средств лицами, работающими за границей, и международные телефонные звонки; роялти на нефть и газ; и налоговые поступления. Одной из последних инноваций является секьюритизация диверсифицированных платежных прав (ДПП), которые включают в себя все поступления в свободно конвертируемой валюте, проходящие через международные платежные системы. ДПП считаются привлекательным залоговым обеспечением, так как разнообразие их форм происхождения делает эти потоки весьма устойчивыми. В 2002–2004 годах, когда у Бразилии был затруднен доступ к международным рынкам капитала, многие банки Бразилии се-

кьюритизировали будущие ДПП в свободно конвертируемой валюте, что позволило им мобилизовать 4,9 млрд долл. США.

Поскольку залоговым обеспечением служат будущие поступления в свободно конвертируемой валюте, секьюритизированные сделки ведут к субординации интересов текущих и будущих кредиторов. В условиях идеальных рынков капитала это может вести к повышению стоимости будущего заимствования и устранять главное обоснование секьюритизации (Chalk, 2002). Однако многие развивающиеся страны сталкиваются с рынками капитала, которые далеки от идеала, и кредиторам может быть трудно различать «хорошие» и «плохие» риски, что создает условия для секьюритизации.

Операции, обеспеченные будущими потоками доходов, структурированы таким образом, чтобы платежи не достигали страны эмитента, пока не будут выполнены обязательства перед держателями облигаций. Хотя такая структура уменьшает риски, связанные с суверенной передачей средств и конвертируемостью потоков, ряд других рисков сохраняется. Они включают в себя:

- **риск, связанный с хозяйственной эффективностью**, — сможет ли эмитент обеспечить поступление дохода;
- **риск, связанный с продукцией**, — насколько стабильными будут потоки поступлений ввиду колебаний цен и объемов; и
- **риск переориентации потоков**, если правительство эмитента вынудит производить продажи клиентам, которые не обязаны осуществлять платежи в трастовый фонд.

Многие из этих рисков могут быть уменьшены путем правильного определения потоков будущих поступлений и избыточного покрытия. Последний аспект в настоящее время представляется особо важным ввиду недавнего отрицательного опыта использования ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. В отличие от секьюритизации существующих активов, таких как ипотечные ссуды в национальной валюте, механизмы секьюритизации будущих потоков (связанных с поступлениями от экспорта в иностранной валюте или диверсифицированными платежными правами) оказались весьма устойчивыми в ходе текущего финансового кризиса.

Тем не менее, выпуски секьюритизированных облигаций остаются ниже потенциала. К числу ограничивающих факторов относятся недостаток надежной дебиторской задолженности и сильных (инвестиционной категории) местных учреждений, а также отсутствие ясных законов, особенно законодательства о банкротстве. Однако количество препятствий в настоящее время меньше, чем десять лет назад.

Облигации, индексированные по результатам деятельности

Платежи в счет обслуживания долга по облигациям с фиксированным купоном могут входить в противоречие с платежеспособностью страны. Когда внутренний или внешний шок ведет к сокращению экономического роста, поступления падают, а расходы на систему социальной защиты возрастают. Возникающее в результате этого давление на бюджет может вынудить страну пойти на выбор между дефолтом по внешнему долгу и принятием мер политики, обеспечивающих увеличение средств, доступных для обслуживания долга, но усиливающих сокращение выпуска продукции. Облигации, индексированные по экономическому росту, призваны помочь в решении этой проблемы. Купонные платежи по таким облигациям варьируют в зависимости от показателя роста валового внутреннего продукта страны (ВВП), который отражает ее платежеспособность. Эта особенность позволяет развивающейся стране проводить антициклическую налогово-бюджетную политику, выплачивая меньшие средства на фазе замедления роста и большие средства на фазе расширения масштабов деятельности. Возможно, что развивающиеся страны пожелают платить более высокую ставку по индексированным облигациям, чем по облигациям с фиксированным купоном, с тем чтобы они могли избежать потенциального дефолта по долгу.

Эта идея уже достаточно давно обсуждается, но, несмотря на их очевидную привлекательность, индексированные по экономическому росту облигации не пользуются популярностью. Только небольшое число развивающихся стран — Аргентина, Босния и Герцеговина, Болгария и Коста-Рика — вводили положения или варранты, согласно которым выплаты держателям облигаций повышаются, если темпы роста ВВП превышают определенный уровень. Например, индекс-

ированные по ВВП варранты в программе Аргентины представляют собой обязательство правительства выплачивать 5 процентов избыточного годового ВВП в любой год, когда темпы роста ВВП превышают тренд. Изначально низкая рыночная оценка этих варрантов повысилась в 2007 году, когда в экономике Аргентины был зарегистрирован высокий рост.

Широкое использование индексированных по экономическому росту облигаций сдерживалось обеспокоенностью в отношении точности данных по ВВП, возможности преднамеренного занижения сведений о росте и сложности таких облигаций. Эти препятствия не являются непреодолимыми, но ликвидность индексированных по экономическому росту облигаций до сих пор была низкой, и, как представляется, по ним испрашивается премия, связанная с новшеством продукта (Costa, Chamon, and Ricci, 2008).

По аналогии с индексированными по экономическому росту облигациями, выпускаемыми суверенами, субсуверенные заемщики могли бы выпускать облигации, индексированные по результатам хозяйственной деятельности (ОИХД). Купон ОИХД был бы привязан к четко определенному показателю эффективности заемщика. Например, в случае провинциальных или муниципальных органов управления это может быть целевой показатель доходов бюджета; в случае государственного портового управления — время очистки или транзита грузов; а в случае частной корпорации — показатель дохода (Ramachandran, Gelb, and Shah, 2009). Такие инструменты еще не были опробованы, но они представляются потенциально полезными для крупных субсуверенных заемщиков в странах с формирующимся рынком.

Суверенные рейтинги и доступ к рынкам

Доступ развивающихся стран к кредитным рынкам определяется не только видом предлагаемых ими долговых инструментов, но и мнениями о них рейтинговых агентств, которые в случае государств именуются суверенными кредитными рейтингами. Суверенные кредитные рейтинги также служат ориентиром для субсуверенных заемщиков.

Как правило, при улучшении суверенного кредитного рейтинга среды по суверенным долговым инструментам понижаются. Однако основной эффект начинает ощущаться, когда рейтинг повышается до инвестиционной категории (см. рисунок). Тем не менее, не иметь рейтинга вообще может быть хуже, чем иметь низкий рейтинг. В 2005 году прямые иностранные инвестиции (ПИИ) составили 85 процентов притока частного капитала в 70 развивающихся стран, которые не имели никакого рейтинга. Остальную часть притока в основном составили банковские кредиты. Для сравнения, приток капитала был значительно более диверсифицированным в страны с рейтингом: приблизительно 55 процентов составили ПИИ, 15 процентов — банковские кредиты, до 25 процентов — поступления от выпуска облигаций и почти 5 процентов — приток акционерного капитала. Даже страны с рейтингом «В» были в более благоприятном положении. Анализ 55 стран, не имевших рейтинга, показал, что они являлись более кредитоспособными, чем считалось ранее: 8 из этих 55 стран, вероятно, имели бы рейтинг выше инвестиционной категории, а еще 18 стран, вероятно, вошли бы в категорию с рейтингом от «В» до «ВВ». Это позволяет предположить, что в случае некоторых развивающихся стран без рейтинга имеются возможности для получения ими финансирования на глобальных рынках капитала. Однако доступ к долговому финансированию должен сочетаться с разумным управлением задолженностью. Кроме того, страны, воспользовавшиеся принятыми МВФ и Всемирным банком Инициативой для бедных стран с высоким уровнем долга и Инициативой по облегчению бремени задолженности на многосторонней основе, должны проявлять осторожность при заимствовании средств у оппортунистических искателей легкой прибыли.

Рейтинги себя окупают

Чем выше кредитный рейтинг, тем дешевле правительству страны с формирующимся рынком обходится мобилизация средств. Издержки резко возрастают при падении рейтинга ниже инвестиционной категории.

(Сред, в базисных пунктах)



Источник: расчеты автора; Dealogic Analytics.

Примечание. Рейтинги Standard & Poor's. Инвестиционная категория находится в диапазоне от «AA» до «BBB-». Сред отражает разницу между процентной ставкой, которую правительство страны с формирующимся рынком оплачивает по суверенным долговым инструментам, и процентной ставкой по сопоставимым ценным бумагам Казначейства США. Базисный пункт равен 1/100 процентного пункта.

Вопросы государственной политики

Как и предыдущие финансовые нововведения, облигации для диаспор, ценные бумаги, обеспеченные будущими потоками доходов, и индексированные по результатам хозяйственной деятельности облигации облегчают доступ развивающихся стран к финансированию. Секьюритизация будущих потоков доходов предназначена для переноса кредитного риска с заемщиков и, следовательно, для повышения кредитных рейтингов и увеличения ликвидности. Облигации для диаспор предназначены для повышения ликвидности. Облигации, индексированные по экономическому росту или результатам хозяйственной деятельности, призваны уменьшать кредитный риск путем привязки купонов к платежеспособности и увеличивать ликвидность за счет предложения кредиторам опционов, связанных с показателями суверенных и субсуверенных заемщиков в развивающихся странах.

Многосторонние учреждения и официальные доноры могут сыграть важную роль в продвижении рыночных инноваций. Они могут обеспечить увеличение кредитов, доступных заемщикам в развивающихся странах, которые сталкиваются с дефицитом финансирования. Они могут оказывать техническую помощь по юридическим вопросам, структурированию долга, вопросам ценообразования и управлению риском, а также в разработке проектов, финансируемых с помощью инновационных инструментов. Учреждения могут помочь в создании суверенных рейтингов, что откроет доступ к международным рынкам капитала для бедных стран Африки, многие из которых не имеют рейтинга (см. вставку). Они могут также предоставить стартовые средства для покрытия сборов инвестиционных банков и платы за составление рейтинга для структурированных операций, обеспечиваемых потоками будущих поступлений. Они могут также предоставлять частичные гарантии будущих потоков, с тем чтобы уменьшить риски и катализировать частные потоки. Они могут сыграть очевидную роль в улучшении точности и прозрачности данных по ВВП, что поможет выпуск облигаций, индексированных по экономическому росту. ■

Сухас Кеткар является профессором экономики Университета Вандербилт, а Дилип Ратха — ведущий экономист Группы по перспективам развития Всемирного банка.

Хеджирование, а не пари

Латиноамериканские компании применяли новые методы для защиты от резких колебаний обменных курсов. Но некоторые использовали те же методы для рискованной игры и понесли крупные убытки

Херман Кэмил, Беннетт У. Саттон и Крис Уолкер

ДЛЯ компаний из стран с формирующимся рынком валютные займы могут оказаться палкой о двух концах. Обязательства в иностранной валюте часто позволяют компаниям привлекать финансирование по более низкой цене и на более длительный срок, чем если бы они осуществляли заимствования в своей национальной валюте. Но эти же обязательства могут стать причиной уязвимости балансов по отношению к скачкам обменных курсов. В конце 1990-х годов и в начале текущего десятилетия резкое обесценение валют в ряде стран Латинской Америки увеличило стоимость валютного долга компаний по сравнению с их активами и доходами, в результате чего ухудшилась способность многих компаний обслуживать долг. Это, в свою очередь, усугубило проблемы в банковской сфере, которые переживали многие из этих стран.

В последнее десятилетие компании столкнулись с более значительными ежедневными колебаниями обменных курсов, так как многие страны стремились к большей гибкости обменных курсов. Эти более гибкие курсы обеспечивали лучшее приспособление к внешним шокам и позволяли проводить более независимую денежно-кредитную политику. Немаловажно и то, что это побуждало компании более осмотрительно управлять валютным риском, поскольку они уже не могли рассчитывать на то, что центральные банки будут удерживать валютные колебания в заранее объявленных пределах. По существу, бесплатное страхование от валютного риска для частного сектора закончилось.

В недавнем исследовании (International Monetary Fund, 2008) мы анализировали уязвимость корпоративного сектора Латинской Америки по отношению к изменениям обменных курсов в 1994–2007 годах. Мы пришли к выводу, что компании резко уменьшили подверженность своих балансов риску неожиданной девальвации, сократив долю долга, полученного в иностранной валюте. Мы также обнаружили, что компании более активно использовали «естественные» валютные хеджи (экспортные поступления и долларовые активы), чтобы компенсировать долларовый риск, связанный с долговым портфелем. Однако после банкротства банка Lehman Brothers в сентябре 2008 года стал очевидным новый источник уязвимости. Некоторые компании (в особенности более крупные и более опытные) использовали контракты с производными финансовыми инструментами, чтобы делать ставки на колебания валют, и понесли крупные убытки, когда курсы валют круто пошли вниз. Это не только привело к финансовым проблемам компаний, но и поставило перед официальными органами сложные вопросы, связанные с валютными рынками.

Более сильные балансы

Для анализа уязвимости корпоративного сектора мы обратились к новой базе данных, которая соотносит данные, касающиеся балансов корпораций и фондового рынка, по 1200 котируемым на бирже компаниям (финансовым и нефинансовым) в Аргентине, Бразилии, Колумбии, Мексике, Перу

и Чили. Сначала мы описали динамику чистых валютных позиций компаний за сравнительно длительный промежуток времени (1992–2007 годы), затем дополнили этот балансовый анализ исследованием чувствительности стоимостной оценки компаний на фондовом рынке по отношению к изменениям обменных курсов в течение двух подпериодов — 1995–1998 годы и 2004–2007 годы. После этого мы проверили, изменялась ли со временем рыночная стоимость компаний в зависимости от колебаний обменных курсов.

Мы пришли к выводу, что за последнее десятилетие котируемые на бирже компании в Латинской Америке в большинстве случаев снизили уязвимость по отношению к риску, связанному с обменными курсами, существенно уменьшив несоответствия валют активов и обязательств в их балансах. Они добились этого за счет меньшего использования заемных средств в иностранной валюте и более систематического подхода к обеспечению соответствия имевшихся обязательств с валютными активами или с ожидаемыми потоками долларовых доходов. Как следствие, в последнее время компании стали в среднем намного лучше защищены от валютного риска. Мы также пришли к заключению, что с середины 2000 года для многих компаний воздействие изменений обменных курсов на цены акций существенно уменьшилось. Эти результаты показывают, что компании стали лучше понимать риск, сопряженный с обменными курсами, и принимают меры по адаптации структуры балансов и внедрению методов управления рисками, с тем чтобы преодолеть потенциальные проблемы, возникающие в связи с повышением гибкости обменных курсов.

Спекулятивные действия корпораций оказались разрушительными

Вместе с тем ряд крупных корпораций в Бразилии и Мексике проводили спекулятивные операции с производными финансовыми инструментами в иностранной валюте, что подвергало их риску, связанному с валютными колебаниями. Вместо того чтобы использовать эти инструменты для хеджирования, или защиты, своих балансовых позиций от непредвиденных изменений обменных курсов, экспортеры и другие нефинансовые компании в Бразилии и Мексике имели крупные спекулятивные позиции по производным инструментам с целью извлечения прибыли из повышения курса национальной валюты и из положительных дифференциалов между местными процентными ставками и обычно более низкими долларовыми процентными ставками в США. Когда в сентябре 2008 года бразильский реал и мексиканское песо резко упали в цене, эти компании понесли крупные убытки (см. таблицу). Центральные банки обеих стран проводили масштабные интервенции на своих валютных рынках, с тем чтобы ограничить воздействие этих убытков и удовлетворить возникший в результате этого необычайно высокий спрос на доллары. Аналогичная деятельность с производными инструментами, которая привела к негативным последствиям, наблюдалась и в целом ряде стран с формирующимся рын-

ком, включая Республику Корея, Польшу и Индию (см. статью «Игра с огнем» в настоящем выпуске).

Позиции по производным инструментам в иностранной валюте часто были связаны с валютными опционами, которые дают инвесторам право в течение определенного периода времени купить или продать валюту по оговоренной цене. В Бразилии и Мексике некоторые компании заключали сделки со сложными опционными структурами, либо делая ставку против обесценения национальной валюты, либо используя их как источник финансирования, который будет дешевле, хотя и рискованнее, чем банковская ссуда в долларах. Многие позиции, открытые в результате таких сделок, носили структурированный характер, из-за чего при обесценении национальной валюты после достижения ею определенной цены накопление убытков происходило быстрее. Несмотря на прибыльность этих операций в случае повышения курса национальной валюты или даже в случае умеренного колебания обменных курсов, после резкого обесценения валют вслед за банкротством Lehman Brothers в сентябре 2008 года убытки существенно возросли.

Трудно с уверенностью сказать, сколько денег потеряли эти компании, однако в Бразилии и Мексике убытки были достаточно велики, чтобы вызвать значительную ответную реакцию со стороны центральных банков. Подверженность валютному риску, связанная с использованием производных инструментов, привела к существенным учетным убыткам и создала опасность усиления шока, который испытали валютные рынки после сентября, — как результат возросшего спроса компаний на доллары для предоставления дополнительного залогового обеспечения, необходимого, чтобы покрыть их убытки от переоценки стоимости активов по текущим рыночным ценам. Например, в Мексике центральный банк, который длительное время осуществлял интервенции на валютном рынке в соответствии с принятым подходом на базе установленных правил, впервые за десятилетие проводил крупные интервенции на дискреционной основе, без заранее объявленных правил. В Бразилии центральный банк продавал контракты на долларовые фьючерсы, с тем чтобы помочь пострадавшим корпорациям хеджировать или ликвидировать их позиции и уменьшить изменчивость рынка.

Резкое падение биржевых курсов ценных бумаг после раскрытия компаниями информации об убытках по производным инструментам явилось убедительным доказательством того, что позиции по производным финансовым оказались неожиданностью для рынков. Полученные нами результаты по Мексике, например, указывают, что до октябрьского кризиса стоимость акций большинства компаний, которые сообщили о самых крупных убытках по производным инструментам, при обесценении национальной валюты, как правило, росла.

Последствия для экономической политики

Приемлемое объяснение полученных нами результатов заключается в том, что наблюдавшаяся в последнее десятилетие в большинстве стран региона тенденция к введению более гибких обменных курсов создала у компаний достаточно стимулов для того, чтобы управлять валютными рисками и повышать устойчивость к внешним шокам. Тем не менее, как свидетельствуют последние события в Бразилии и Мексике, по мере развития и усложнения производных финансовых инструментов необходимо адаптировать основы ре-

гулирования к изменениям, происходящим на рынках, а также усиливать практику пруденциального надзора.

Надзорным органам, а также общественности требуется более детальная информация о позициях нефинансовых корпораций по производным инструментам. Мировой кризис выявил недостатки в раскрытии финансовых данных и в понимании лежащих в их основе рисков. Возросшие масштабы финансовой активности нефинансовых корпораций в таких сферах, как офшорные контракты с производными инструментами, в отношении которых действуют ограниченные требования о раскрытии информации или меры правоприменения, не позволяют органам регулирования оценить концентрацию рисков. Неожиданности, связанные с размерами позиций бразильских и мексиканских компаний по производным инструментам в иностранной валюте, и реакция валютных рынков и центральных банков иллюстрируют потенциальные макроэкономические последствия недостаточной информации о финансовой деятельности корпоративного сектора.

Недавние события в Бразилии и Мексике также высветили проблемы, касающиеся управления финансовыми рисками на уровне отдельных компаний. Убытки по производным инструментам были также вызваны совокупностью различных негативных факторов в сфере корпоративного управления (слабое управление рисками) и отсутствием надлежащего раскрытия информации поставщиками инструментов (банками, которые, как предполагалось, консультировали покупателей опционов о встроеном в них риске). Официальные органы должны знать об асимметричных стимулах, которые возникли в условиях низкой изменчивости, и о возможности того, что в спокойные периоды банки и их клиенты могут переоценить свои возможности, приняв на себя слишком много рисков.

Надзорные органы в странах со значительными внебиржевыми рынками производных инструментов могли бы улучшить прозрачность и раскрытие информации о таких операциях. Финансовые учреждения, ведущие деятельность на этих рынках, могут представлять отчетность о таких операциях с большей частотой и включать в них более подробную информацию по инструментам и контрагентам. В частности, представляется целесообразным потребовать от котированных на бирже нефинансовых корпораций, чтобы они представляли данные о позициях по производным инструментам на офшорных рынках, систематический мониторинг которых регулирующие органы в прошлом не осуществляли. Определенные преимущества может иметь и стимулирование биржевой торговли производными инструментами, призванное уменьшить риск неисполнения обязательств контра-

гентами и повысить прозрачность. Подобные меры помогут точнее оценивать любое накопление системных рисков, связанных с операциями с производными инструментами. Они также повысят рыночную дисциплину, что поможет конечным инвесторам проводить определенную предварительную экспертизу, которую в настоящее время они поручают рейтинговым агентствам. Официальные органы в Мексике и Бразилии уже действуют в этом направлении. ■

Херман Кэмил — экономист, Беннетт У. Саттон — старший научный сотрудник, Крис Уолкер — старший экономист Департамента стран Западного полушария МВФ.

В проигрыше

Ряд крупных компаний в Бразилии и Мексике понесли в четвертом квартале 2008 года значительные убытки в результате использования нестандартных производных инструментов в иностранной валюте.

Компания	Убытки (в млн долларов)	Убытки (в процентах от суммы активов)
Мексика		
Comerci	2200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
Бразилия		
Sadia	2400	41
Aracruz Celulose	2100	42
Grupo Votontarin	1000	55

Источники: Мексика — ежеквартальная финансовая отчетность компаний. Бразилия — сообщения в прессе; Bloomberg LLP; Reuters.

Латинская Америка: когда бюджетное стимулирование является правильным?

Для некоторых стран стимулирование необходимо в периоды глобальных экономических кризисов. Но в случае других стран это не столь очевидно.

Николас Эйзагир, Бенедикт Клементс и Хорхе Каналес-Крильенко



РОЛЬ налогово-бюджетной политики в исправлении отрицательных последствий глобального экономического замедления является центральной темой дискуссий по вопросам политики в странах Латинской Америки, равно как и в других регионах мира. Согласно прогнозам, экономический рост в регионе понизится с достаточно высокого показателя в 4 процента в 2008 году до отрицательных значений в 2009 году, что приведет к подрыву некоторых весьма впечатляющих достижений последних нескольких лет в плане повышения занятости и сокращения бедности. Бюджетные, или государственные, доходы также испытывают давление, что затрудняет выполнение странами их целевых показателей в отношении дефицита бюджета даже в отсутствие новых инициатив, требующих расходов. В то же время многие страны испытывают затруднения, вызванные ограниченным доступом к финансированию и по-прежнему высоким уровнем государственного долга, в связи с чем им трудно расширять государственное заимствование. В этих обстоятельствах как определить разработчикам политики, является ли бюджетное стимулирование необходимым? На каких условиях рынки могут позволить такому расширению бюджетных расходов стать эффективным способом поддержания жизненного уровня населения на фазе экономического замедления?

Бюджетные последствия замедления

Сокращение экономической активности и падение цен на биржевые товары подвергают государственные доходы существенному давлению. После нескольких лет роста отношение доходов к ВВП стран Латинской Америки, согласно прогнозам, сократится в 2009 году в среднем на 2 процентных пункта ВВП (см. рисунок). Особенно заметно падение доходов среди производителей биржевых товаров. Доходы бюджета, вероятно, упадут существенно ниже их оценочного долгосрочного уровня, и основной вопрос состоит в том, желательно ли и целесообразно поддерживать государственные расходы, с тем чтобы они также не понизились.

Принимая решение о надлежащей налогово-бюджетной политике, разработчики политики должны учитывать, какое влияние бюджетный дефицит окажет на финансовые условия и процентные ставки. Увеличение дефицита государственного бюджета ведет к повышению спроса на финансирование и уровня государственного долга и в некоторых обстоятельствах может также вызвать существенный рост процентных ставок.

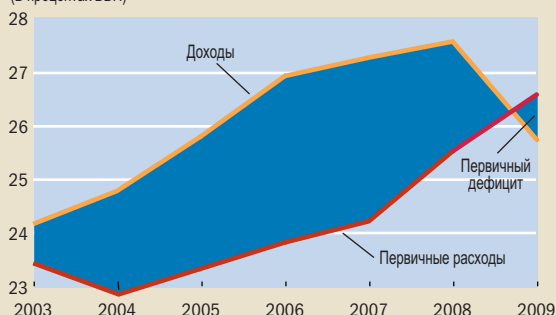
В странах Латинской Америки с формирующимся рынком воздействие более высокого бюджетного дефицита на уровень процентных ставок потенциально является более сильным, чем в странах с развитой экономикой. Правительствам многих стран еще предстоит разработать заслуживающую дове-

рия среднесрочную, обычно на 3–5 лет, налогово-бюджетную политику, с тем чтобы убедить рынки в том, что чрезвычайное повышение дефицита будет сокращено при восстановлении экономической активности. В результате этого траектория государственного долга — и потребностей в государственном заимствовании на среднесрочную перспективу — может представляться неясной. Кроме того, правительства большинства стран не могут получить займы на столь же длительные периоды, что и правительства стран с развитой экономикой. Это означает, что они вынуждены перефинансировать или пролонгировать значительную часть государственного долга в любой отдельно взятый год. Долг стран с формирующимся рынком также весьма чувствителен к склонности инвесторов идти на риск. Данный последний фактор является особенно важным, так как изменения представлений о рисках в связи с устойчивостью бюджетной сферы — или способности правительства финансировать более высокий дефицит в среднесрочной перспективе — могут приводить к появлению существенного давления на процентные ставки в сторону их повышения и оттока капитала. Более того, существенное повышение уровня государственного долга промышленно развитых стран порождает большую неуверенность в отношении мировых процентных ставок и доступности финансирования странам с формирующимся рынком в среднесрочной перспективе.

Ухудшение бюджетной ситуации в странах Латинской Америки

Согласно прогнозам, доходы правительств сократятся в 2009 году, и ожидается, что страны региона будут иметь первичный бюджетный дефицит.

(В процентах ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Доходы и расходы представляют собой простое среднее сальдо бюджета Аргентины, Боливии, Бразилии, Чили, Колумбии, Коста-Рики, Эквадора, Сальвадора, Гватемалы, Гондураса, Мексики, Никарагуа, Панамы, Парагвая, Перу, Уругвая и Венесуэлы. Первичные расходы отражают государственные ассигнования за вычетом процентных расходов.



Уличный рынок в Ла-Пасе, Боливия.

Эффективность налогово-бюджетной политики

Рассмотрим случай правительства, которое смогло заручиться высоким доверием к своей налогово-бюджетной политике и обеспечить низкое долговое бремя. В условиях нормального доступа к финансированию повышение государственных расходов, финансируемое выпуском внутренних долговых инструментов, может обеспечить увеличение выпуска продукции. Процентные ставки повышаются (относительно базисного уровня), что частично объясняется более высоким уровнем государственного долга. Однако эти факторы вряд ли ограничат эффективность налогово-бюджетной политики, отчасти ввиду того, что текущий базисный сценарий уже предусматривает низкие процентные ставки в связи с глобальным замедлением экономической активности и избытком сбережений.

Например, имитационные расчеты для небольшой латиноамериканской страны с использованием Глобальной интегрированной денежно-кредитной и налогово-бюджетной модели МВФ (Kumhof and Laxton, 2007) показали, что повышение государственных инвестиций приблизительно на половину процента ВВП может привести к увеличению выпуска продукции в первом году в среднем чуть меньше, чем на половину процентного пункта. Чистое влияние расширения бюджетных расходов на экономический рост также зависит от реакции денежно-кредитной политики и допущений в отношении первоначальных условий, принятых в базисном сценарии.

Однако в случае, когда более высокий дефицит порождает обеспокоенность относительно доступности финансирования в среднесрочной перспективе или устойчивости государственного долга, налогово-бюджетная политика становится значительно менее эффективной для стабилизации выпуска продукции. В такой ситуации обеспокоенность доступностью финансирования ведет к тому, что инвесторы начинают запрашивать более высокую премию за риск при покупке государственных долговых инструментов, что ведет к повышению процентных ставок. В странах с гибким обменным курсом более высокая премия за риск также ведет к понижению обменного курса, что вызывает рост цен на импортируемые производственные ресурсы, переклечение расходов на отечественную продукцию и перераспределение ресурсов в пользу экспорта и импортозамещающей деятельности. В странах, проводящих политику заранее установленного обменного курса (например, политику фиксированного курса или скользящей валютной привязки), процентные ставки должны повыситься еще в большей степени, чтобы защитить обменный курс, что подрывает влияние, оказываемое расширением бюджетных расходов на экономическую деятельность. В зависимости от степени доверия к налогово-бюджетной политике, уровню государственного долга и денежно-кредитной политике, такие более высокие процен-

тные ставки могут даже вызвать сокращение выпуска продукции в ответ на более высокий бюджетный дефицит.

Значение структуры мер стимулирования

Помимо вопросов финансирования, необходимо также учитывать эффективность предлагаемых мер как инструментов бюджетного стимулирования. В этом отношении общие уроки для стран Латинской Америки являются схожими с соответствующими уроками для других регионов. Как указано в работе Spilimbergo and others (2008), предпочтение следует отдавать мерам, которые включают в себя высокие бюджетные мультипликаторы, могут быть быстро реализованы, а также могут быть отменены при стабилизации экономики. Меры политики, которые отвечают этим критериям, включают в себя ускоренные запланированные инвестиции и/или эксплуатационные расходы, временное понижение налоговых ставок, адресованное тем, кто имеет высокую склонность к потреблению (а не сбережение экономии от уменьшения налогов) и расширение пособий по безработице. Расходы, которые не могут быть легко отменены при стабилизации экономики и которые не являются высокоадресными, например, повышение заработной платы в государственном секторе, с этой точки зрения являются менее желательными. Долгосрочная тенденция в странах Латинской Америки к увеличению расходов, связанных с первичными текущими ассигнованиями (расходы минус процентные платежи), также указывает на необходимость проявления осторожности в этом отношении. Такие ассигнования, например, возросли на 2 процентного пункта ВВП за период с 2000 по 2008 годы.

Итог этого обсуждения заключается в том, что границы бюджетного стимулирования необходимо анализировать в каждом случае в отдельности. В ряде стран замедление деловой активности в частном секторе может служить основанием для временного и высокоадресного бюджетного стимулирования. Правительства, политика которых пользуется высоким доверием, которые имеют низкое долговое бремя и проводят гибкую денежно-кредитную политику, могут находиться в благоприятных условиях для осуществления эффективной антициклической налогово-бюджетной политики. Однако в странах, в которых политика не пользуется высоким доверием, меры антициклической налогово-бюджетной политики могут быть контрпродуктивны. В промежуточных случаях усилия, направленные на повышение доверия, могут дать высокий результат.

Например, правительства, которые еще не сделали этого, извлекают выгоду, достигнув дополнительных успехов в разработке основы устойчивой среднесрочной налогово-бюджетной политики. Такая основа должна включать конкретные стратегии правительства для преодоления шоков на переходном этапе (таких как ухудшение глобальных условий или понижение мировых цен на биржевые товары, ведущих к резкому снижению темпов экономического роста). Они также должны включать конкретные планы для решения долгосрочных бюджетных задач, например, связанных с расходами на пенсионное обеспечение. Наконец, в них должно быть также определено, как правительство будет реагировать в случае материализации условных или возможных бюджетных рисков. Разработка такой заслуживающей доверие и основанной на определенных правилах основы политики позволит заверить рынки в том, что существуют достаточные возможности для расширения бюджетных расходов в краткосрочной перспективе без угрозы для бюджетной устойчивости в долгосрочной перспективе. ■

Николас Эйзагир — директор Департамента стран Западного полушария МВФ, Бенедикт Клементс — начальник отдела, Хорхе, а Каналес-Крильенко — старший экономист этого департамента.

Вопросы философии регулирования

С. Райхан Замил

Считалось, что надзор на основе риска способствует нововведениям и вознаграждает за надлежащее поведение, но он помог приходу глобального финансового кризиса.

ПРИЧИНЫ финансового кризиса являются широко признанными, но при этом в общественных дебатах менее понятным остается ответ на вопрос, как философский подход к регулированию и надзору в отношении глобальной финансовой системы способствовал формированию условий для текущего финансового кризиса. Эта общая философия часто называется системой «надзора на основе риска» (НОР). Она использовалась ведущими странами с развитой экономикой, а также многими другими странами по всему миру. Хотя термин «система НОР» может использоваться для описания общего философского подхода к надзору и регулированию в отношении всей финансовой системы, я буду использовать его более узко, поскольку он относится только к официальному надзору над банковской системой.

В основе философии НОР лежит точка зрения, что банковское учреждение может заниматься практически любыми формами финансовой деятельности, если у него имеются надежные системы управления риском и достаточные доходы и капитал для покрытия этого базового риска. Таким образом, задача НОР заключается в высвобождении потенциала надлежащим образом управляемых банков, за счет чего расширяются нововведения и наибольшее вознаграждение получают учреждения, выбирающие наилучшее поведение.

Система НОР также ставит своей задачей действовать упредительному надзору над финансовым сектором за счет раннего выявления и устранения неадекватной практики управления риском, до того как ее последствия начнут угрожать стабильности как отдельных банков, так и банковской системы в целом. Практически все страны, принявшие этот подход, соответствующим образом адаптировали свою нормативно-правовую систему и механизмы регулирования в поддержку этой всеобъемлющей философии.

Когда надзор, основанный на риске, дает сбой

Хотя основополагающие идеи НОР являются восхитительными, а сама эта система дала заметные положительные результаты, ее недостатки редко становятся предметом обсуждения, учитывая общую предпосылку, что подход НОР является наилучшим методом для надзора над банковской системой страны. Развертывание сегодняшнего финансового кризиса выявило фундаментальные недостатки этого подхода к надзору над банковской системой.

Во-первых, философия НОР ведет к делегированию решения принципиальных вопросов государственной политики — таких как вопросы допустимости и последствий ведения определенных видов финансовой деятельности для более общей стабильности финансовой системы — подразделениям надзора отдельных банков. Если использовать пресловутый недавний пример, следует ли разрешать банкам предоставлять или приобретать через механизм секьюритизации жилищные ипотечные ссуды, которые требуют очень небольшого или нулевого начального платежа и не предполагают получения от заемщиков какой-либо документации, подтверждающей их способность погасить ссуду? Должны ли банки иметь право продавать сложные структурированные финансовые продукты своим розничным вкладчикам?

С одной стороны, сторонники подхода утверждают, что творческие механизмы финансирования и доступность широкого спектра финансовых продуктов способствуют нововведениям и увеличивают доступ к кредиту и возможности выбора продуктов для более широкого круга клиентов. С другой стороны, критики этого подхода — среди них экономист, лауреат Нобелевской премии Джозеф Стиглиц, — утверждают, что необходимо различать благотворные и вредные нововведения.



Каковы бы ни были относительные достоинства каждого из этих аргументов, если мы будем рассматривать разумность подобной деятельности, исключительно исходя из позиций управления риском и финансового потенциала отдельных банков, мы можем упустить более широкие последствия для государственной политики и системного риска, а именно: являются ли в целом эти виды деятельности благотворными или вредными для финансовой системы в целом. Вопросы подобных масштабов лучше решать на институциональном уровне, а не на уровне подразделений надзора отдельных банков.

Квалификация выносить адекватные суждения

Во-вторых, *подход НОР опирается на то, что как органы банковского надзора, так и управляющие риском на уровне отдельных банков способны выносить адекватные суждения*. А поскольку о вопросах управления риском невозможно судить только в терминах черного и белого, а лишь в оттенках серого, часто они являются предметом напряженных споров между органами регулирования и регулируемыми сторонами. С течением времени этот процесс на основе суждений становится более сложным, по мере того как более крупные банки разрабатывают все более развитые модели управления риском, которые полностью понятны лишь очень немногим сотрудникам центральных банков и органов регулирования — и, как оказывается, остаются не до конца понятными и в самих банковских учреждениях.

Именно в этом контексте необходимо рассматривать последствия прямых связей, устанавливающихся в рамках модели НОР между потенциалом банковской организации в области управления риском и спектром разрешенных для нее видов финансовой деятельности. Потому ущерб, который может быть нанесен при неверной оценке риска, является высоким, и, как показало разворачивание текущего финансового кризиса, на коллективной основе это может привести к краху всей финансовой системы.

В-третьих, хотя ключевая задача системы НОР заключается в том, чтобы позволить органам банковского надзора выявлять и разрешать проблемы в банковской системе уже на начальном этапе, *сложно сдерживать связанную с принятием риска деятельность банков, когда их доходы и позиции по капиталу представляются надежными*. Вмешательство органов регулирования на раннем этапе является более заметным в рамках философии НОР, особенно в связи с тем, что при этом банковским организациям также предоставляется большая свобода в расширении допустимых видов деятельности. На практике проблемы возникают на двух фронтах, как на уровне фирм, так и на политическом уровне.

На уровне фирм, или микроуровне, например, если органы регулирования обнаруживают существенное снижение стандартов выдачи ссуд банком и указывают на это как на предмет обеспокоенности, руководство банка может указать на высокие доходы и прочную позицию по капиталу как на «свидетельство» его способности управлять своим риском. Таким образом, когда органы банковского надзора обнаруживают подобные недостатки, они, как правило, представляют «мягкие рекомендации» такому учреждению, а не выпускают «обязательные для исполнения директивы». Эти проблемы усугубляются проциклическим характером норм достаточности банковского капитала, которые позволяют банкам иметь меньший капитал в благоприятных экономических условиях, то есть именно тогда, когда повышение конкуренции и быстрый рост кредита неизбежно ведет к общему повышению принимаемого риска и снижению стандартов оценки риска. Текущий финансовый кризис показал, что в период, когда банковская отрасль на глобальном уровне показывала рекордные прибыли и, как представлялось, здоровые уровни капитала, риски на уровне как отдельных банков, так и банковской системы в целом повышались до неприемлемых с экономической точки зрения уровней.

На политическом уровне может также существовать давление в сторону поддержания кредитного потока. В конечном счете, ка-

кой политик захочет получить в свой адрес обвинения в том, что он убрал со стола пунш, когда вечеринка только началась? В результате неадекватная практика управления риском может сохраняться в банковской системе до тех пор, пока органы банковского надзора не вмешаются с попыткой принять запоздалые меры в ответ на уже проявившееся вследствие неадекватного управления риском ухудшение банковских балансов и отчетной прибыли и состояния капитала.

Следствия для политики

Вследствие описанных недостатков любая разумная реформа официального надзора над банковской системой требует критического рассмотрения того, как философия НОР способствовала разворачиванию текущего финансового кризиса, и усилий по преодолению этого влияния.

- Во-первых, органы банковского надзора должны быть готовы и способны — по мере необходимости — принимать меры по сдерживанию деятельности банков, связанной с принятием риска, уже на раннем этапе, даже если их финансовое положение на бумаге выглядит благополучным. Это, вероятно, легче сказать, чем сделать, поскольку потребует от органов банковского надзора игнорировать традиционные подходы и говорить «нет» мощным банковским организациям, которые — если ими оказываются системно значимые банки, как правило, имеют сильную политическую поддержку на высших уровнях правительства. Соответственно, вмешательство регулирующих органов на раннем этапе возникновения проблем может быть успешным только в тех случаях, когда оно поддерживается вызывающим доверие органом банковского регулирования, который имеет необходимые институциональные средства для действенного выполнения своего мандата «обеспечения безопасности и надежности».

- Во-вторых, официальным органам банковского сектора необходимо добиться большей сбалансированности между использованием инструментов «регулирования» и «надзора» в процессе наблюдения за безопасностью и надежностью отдельных банков и банковской системы в целом. Реализация надзора, основанного на риске, привела к более значительной — и, вероятно, чрезмерной — опоре на дискреционные методы для поддержания здоровья банковской системы. То есть либеральная философия использовалась как основа для того, чтобы либерализовать деятельность банков и делегировать принятие ключевых решений на уровень надзора в отношении отдельных банков, исходя из оценки способностей банков по управлению риском и их финансового потенциала.

Поскольку описанная система надзора сохранится и далее, нам необходимо приложить усилия к тому, чтобы более четко сформулировать опорные точки регулирования для уменьшения побочных негативных последствий функционирования такой системы и создать более ощутимые механизмы для ограничения принятия чрезмерного риска в банковской системе.

Среди этих новых нормативных требований должно быть создание антициклических норм достаточности капитала и формирования резервных фондов на покрытие возможных убытков по ссудам на периоды экономических подъемов. Безусловно, будет достаточно сложно добиться надлежащего баланса между, с одной стороны, достаточно произвольным решением о видах деятельности банковских учреждений, связанных с принятием риска, а с другой — дальнейшим стимулированием нововведений в глобальной финансовой системе. Официальным органам необходимо проявить готовность к решению этой задачи и, что особенно важно, добиться верного баланса между названными целями. Учитывая масштабы и глубину текущих финансовых потрясений, мы просто не можем себе позволить снова совершить столь же серьезные ошибки. ■

С. Райхан Замил — советник МВФ по вопросам политики и надзора в банковской сфере, работающий в банке Индонезии.



Что такое налогово-бюджетная политика?

Марк Нортон и Асма Эль-Ганейни

НАЛОГОВО-бюджетная политика — это использование государственных расходов и налогообложения для оказания влияния на экономику. Как правило, правительства используют налогово-бюджетную политику в целях содействия высокому и устойчивому экономическому росту и сокращению бедности. Роль и цели налогово-бюджетной политики вышли на первый план в ходе текущего кризиса, когда правительства вмешались в экономику, чтобы поддержать финансовую систему, придать импульс экономическому росту и смягчить последствия кризиса для уязвимых групп населения. Лидеры Группы 20-ти промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком в своем коммюнике по итогам саммита, состоявшегося в Лондоне в апреле, заявили, что они предприняли «беспрецедентную и согласованную бюджетную экспансию». Что они подразумевают под бюджетной экспансией? И, в общем плане, как налогово-бюджетные инструменты могут придать ускорение росту мировой экономики?

В прошлом значение налогово-бюджетной политики как инструмента экономической политики попеременно возрастало и убывало. До 1930 года преобладал подход ограниченного правительства, или политика невмешательства государства в экономику. После краха фондового рынка и Великой депрессии директивные органы стали требовать, чтобы правительства играли более инициативную роль. Впоследствии страны сократили размеры и функции правительства, а рынки приняли на себя повышенную роль в распределении товаров и услуг. В настоящее время, когда финансовый кризис находится в полном разгаре, более активная налогово-бюджетная политика вновь в почете.

Как действует налогово-бюджетная политика?

Когда директивные органы стремятся повлиять на экономику, в их распоряжении имеется два основных инструмента — денежно-кредитная политика и налогово-бюджетная политика. Центральные банки устанавливают косвенные целевые показатели экономической активности, воздействуя на денежную массу путем корректировки процентных ставок, норм обязательных резервов и продажи государственных ценных бумаг и иностранной валюты; правительства воздействуют на экономику путем изменения уровня и видов налогов, масштабов и структуры расходов, а также степени и форм заимствования.

Правительства прямо или косвенно воздействуют на способы использования ресурсов в экономике. Базовое уравнение учета национального дохода помогает показать, как это происходит:

$$GDP = C + I + G + NX.$$

В левой части представлен валовой внутренний продукт (GDP), то есть стоимость всех конечных продуктов и услуг, производимых в экономике (см. «Возвращение к основам», *Ф&Р*, декабрь 2008 года). В правой части показаны источники совокупных расходов или спроса: частное потребление (C), частные инвес-

тиции (I), покупка товаров и услуг правительством (G) и экспорт минус импорт (чистый экспорт, NX). Из этого уравнения ясно, что правительство влияет на экономическую активность (GDP), напрямую контролируя G и косвенно воздействуя на C, I и NX путем изменения налогов, трансфертов и расходов. Налогово-бюджетная политика, которая увеличивает совокупный спрос напрямую за счет увеличения государственных расходов, как правило, называется экспансионистской или «либеральной». Напротив, налогово-бюджетная политика часто рассматривается как ограничительная или «жесткая», если она ведет к сокращению спроса благодаря более низким расходам.

Помимо обеспечения товаров и услуг, цели налогово-бюджетной политики могут быть различными. В краткосрочном плане правительства могут заострять внимание на макроэкономической *стабилизации*, например, стимулируя слабую экономику, противодействуя росту инфляции или помогая снизить внешнюю уязвимость. В более долгосрочном плане цель может заключаться в содействии устойчивому росту или сокращению бедности при помощи мер в сфере предложения для улучшения инфраструктуры или образования. Хотя эти цели в широком плане являются общими для всех стран, их относительная значимость неодинакова и зависит от обстоятельств конкретных стран. В краткосрочном плане приоритеты могут отражать экономический цикл или меры в ответ на стихийные бедствия, а в долгосрочном плане движущими силами могут быть уровень развития, демографическая ситуация или степень обеспеченности ресурсами. Стремление сократить бедность может побудить страну с низкими доходами сдвинуть структуру расходов в сторону первичного здравоохранения, тогда как в странах с развитой экономикой пенсионные реформы могут быть нацелены на предстоящие долгосрочные издержки, связанные со старением населения. В нефтедобывающей стране налогово-бюджетная политика может быть направлена на уменьшение проциклических расходов — регулирование как резких приростов во времена повышения цен на нефть, так и болезненных сокращений во времена их падения.

Меры в ответ на кризис

Кризис оказал негативное влияние на экономику стран всего мира: трудности финансового сектора и слабеющее доверие наносят урон частному потреблению, инвестициям и международной торговле (вспомним уравнения учета национального дохода). Правительства отреагировали на кризис, попытавшись повысить экономическую активность при помощи двух механизмов: автоматических стабилизаторов и налогово-бюджетных стимулов, то есть новых дискреционных расходов или снижения налогов. Стабилизаторы вступают в силу при изменении налоговых доходов и уровней расходов и не зависят от конкретных мероприятий, а действуют в соответствии с экономическим циклом. Например, при замедлении или падении

объема производства объем собираемых доходов сокращается в результате падения прибыли корпораций и доходов налогоплательщиков. Кроме того, во время экономического спада должны повышаться пособия по безработице и другие социальные расходы. Эти циклические изменения автоматически делают налогово-бюджетную политику экспансионистской во время спадов и ограничительной во время подъемов.

Автоматические стабилизаторы связаны с размерами правительства и, как правило, имеют большие масштабы в странах с развитой экономикой. В тех странах, где стабилизаторы имеют большие масштабы, потребность в стимулах (снижении налогов, субсидиях или программах общественных работ) может быть меньше, так как оба этих подхода помогают смягчить эффекты спада. Действительно, в ходе текущего кризиса страны с более крупными стабилизаторами, как правило, меньше прибегали к дискреционным мерам. Кроме того, хотя дискреционные меры могут быть приведены в соответствие с потребностями в стабилизации, автоматические стабилизаторы не сопряжены с задержками по их внедрению (как, например, в случае разработки, утверждения и осуществления проектов по строительству новых дорог), и их воздействие автоматически прекращается после улучшения ситуации. Стимулы может быть трудно разрабатывать и эффективно применять, а также отменять после того, как ситуация улучшилась. Однако во многих странах с низкими доходами и странах с формирующимся рынком стабилизаторы являются относительно слабыми из-за институциональных ограничений и узких налоговых баз. Даже в странах с более крупными стабилизаторами может существовать настоятельная потребность компенсировать снижение экономической активности и убедительные причины ориентировать антикризисные меры правительства на те слои населения, которые наиболее непосредственно нуждаются в помощи.

Конкретные ответные меры, в конечном счете, зависят от бюджетного пространства, имеющегося в распоряжении правительства, для проведения новых инициатив в области расходов или сокращения налогов — то есть его доступа к дополнительному финансированию по разумной цене или его способности пересмотреть существующие приоритеты расходов. Некоторые правительства были не в состоянии отреагировать на кризис путем введения стимулов, так как их потенциальные кредиторы полагали, что дополнительные расходы и займы создадут слишком большую нагрузку на инфляцию, валютные резервы или обменный курс или же отвлекут слишком большой объем ресурсов из национального частного сектора (что называется также вытеснением государственным сектором частного), затормозив экономический подъем. Другим правительствам из-за более жестких ограничений финансирования пришлось сокращать расходы по мере снижения доходов (функционирование стабилизаторов). В странах с высокой инфляцией или дефицитом по счету текущих внешнеэкономических операций налогово-бюджетные стимулы обычно неэффективны и даже нежелательны.

Уточнение ответных мер

Масштабы, сроки, структура и продолжительность применения стимулов имеют значение. Директивные органы обычно стремятся привести масштабы стимулирующих мер в соответствие с их оценками величины разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства — разницы между ожидаемым объемом производства и тем объемом, который можно было бы произвести, если бы экономика функционировала на полную мощность. Необходим также показатель эффективности стимулов, или, точнее, его величина, выраженная в объемах производства (известная также как мультипликатор). Мультипликаторы обычно выше в тех случаях, когда утечка средств меньше (например, лишь малая часть стимула сберегается или тратится на импорт), денежно-кредитная политика носит адаптивный характер (процентные ставки не по-

вышаются вследствие увеличения бюджетных расходов), а состояние бюджета страны после исключения стимулов считается устойчивым. Мультипликаторы могут быть очень низкими и даже отрицательными, если увеличение расходов вызывает озабоченность относительно будущей устойчивости, и в этом случае частный сектор обычно противодействует государственной интервенции путем увеличения сбережений или даже перевода денежных средств в офшор, вместо инвестирования или потребления. Кроме того, мультипликаторы, как правило, выше в случае мер по расходам, чем при сокращении налогов или трансфертов, а также в случае более крупных стран (в обоих случаях благодаря меньшей утечке). Что касается сроков, для введения мер по расходам часто требуется время, и может оказаться, что когда они введены, необходимость в них уже отпала. Однако если ожидается, что спад будет продолжительным (как в случае текущего кризиса), озабоченность относительно задержек может быть менее насущной. По всем этим причинам меры в рамках стимулов должны быть своевременными, адресными и временными — и они должны быть быстро отменены после того, как ситуация улучшится.

Аналогичным образом, быстрота реакции и масштабы стабилизаторов могут быть повышены; например, при помощи более прогрессивной налоговой системы, то есть обложения домашних хозяйств с более высокими доходами налогом по более высокой ставке, чем домашних хозяйств с более низкими доходами. Трансфертные выплаты также могут быть в явном виде привязаны к экономическим условиям (например, уровню безработицы или другим триггерным условиям рынка труда). В некоторых странах бюджетные правила направлены на ограничение роста расходов во времена бумов, когда темпы роста доходов (в частности, благодаря природным ресурсам) высоки. В других странах, механизмы официального пересмотра или истечения (ограничения) срока действия программ помогают обеспечить условия для того, чтобы новые инициативы не изжили своей первоначальной цели. Наконец, среднесрочные параметры бюджета с комплексным охватом и оценкой доходов, расходов, активов, обязательств и рисков способствуют улучшению процесса разработки и проведения политики в течение экономического цикла.

Большие дефициты и растущий государственный долг

Во многих странах коэффициенты бюджетного дефицита и государственного долга резко повысились в связи ответной реакцией бюджета на кризис. Поддержка и гарантии, предоставляемые финансовому и промышленному секторам, вызвали дополнительную озабоченность. Многие страны могут позволить себе иметь умеренные дефициты бюджета в течение продолжительных периодов, так как внутренние и международные финансовые рынки и двусторонние партнеры убеждены в их способности выполнять существующие и будущие обязательства. Однако дефицит, который возрастает до слишком высоких уровней и сохраняется слишком долго, может подорвать это доверие. Сознвая эти риски в ходе текущего кризиса, МВФ призывает правительства разработать стратегию налогово-бюджетной политики, основанную на четырех положениях, с тем чтобы помочь обеспечить платежеспособность: стимулы не должны оказывать постоянное воздействие на дефицит; среднесрочные параметры бюджета должны включать обязательство о корректировке бюджета после улучшения условий; необходимо определить и провести структурные реформы для ускорения экономического роста; а страны, испытывающие средне- и долгосрочное демографическое давление, должны быть твердо привержены четким стратегиям в области образования и пенсионной реформы. ■

Марк Хортон — начальник отдела, а Асмаа Эль-Ганейни — экономист в Департаменте по бюджетным вопросам МВФ.

Включите этот двигатель

Директивные органы стран Африки должны подготовиться к глобальному экономическому подъему, выведя на предстартовые позиции частный сектор



Дональд Каберука — президент Африканского банка развития.

ОГРАНИЧЕННАЯ интеграция Африки в глобальные рынки обеспечила ей слабую защиту от прямого воздействия глобального финансового кризиса. Но Африка должна подготовиться к преодолению последствий глобального кризиса для ее реальной экономики. Скорость, с которой страны Африки подверглись негативному воздействию, превысила первоначальные ожидания. Хотя степень и глубина цепной реакции различаются по странам этого континента — страны-экспортеры минерального сырья, крупные страны с открытой экономикой и непрочные государства были затронуты в наибольшей степени по одному или нескольким каналам передачи воздействия, — прогнозы темпов экономического роста континента в целом снизились со среднего уровня в 6 процентов до менее 3 процентов.

Расширяющиеся дефициты бюджета и дефициты по счетам текущих операций представляют непосредственную угрозу для макроэкономической стабильности, которую помогли создать годы экономической реформы. Возможности правительств африканских стран принимать необходимые меры в ответ на кризис, не говоря уже о поддержании уровня базовых услуг и программ развития, будут подвергнуты серьезным испытаниям. На данном этапе трудно предсказать, как долго темпы роста в Африке будут оставаться на уровне, составляющем половину от прежних значений, поскольку глобальный кризис начался все еще относительно недавно. Однако можно с уверенностью предположить, что когда бы глобальная экономика ни вернулась на путь экономического роста, возобновление подъема в Африке, по всей вероятности, будет носить асимметричный характер.

Однако директивные органы стран Африки могут уже сейчас подготовиться к тому, чтобы воспользоваться преимуществами глобального экономического подъема. Они могут начать подсоединять большую долю внутренней экономики своих стран к наиболее надежному и мощному краткосрочному двигателю экономического роста, имеющемуся в их распоряжении — частному сектору. Африканский банк развития (АБР) является одной из нескольких международных финансовых организаций, готовых помочь Африке использовать возможности частного сектора. Это важное дело можно и должно начать быстро, с тем чтобы страны Африки, вместе с остальным миром, приняли полноценное участие в глобальном подъеме, который последует за спадом.

Подъемы и спады

Траектория роста Африки за последние 30 лет представляла собой периоды эпизодического подъ-

ема, за которыми следовали продолжительные спады, как правило, связанные с бумами и падениями цен на биржевые товары, а также внутренними факторами, усугублявшими эту тенденцию. Однако текущий глобальный кризис, вероятно, представляется первым за много лет, когда для значительного числа стран Африки, а не только для крупных экспортеров биржевых товаров, главная причина экономического спада была внешней и не поддавалась их контролю. Но каков бы ни был источник, последствия замедления роста в Африке являются тяжелыми. По прогнозам АБР, в нынешнем году, впервые с 1994 года, рост доходов на душу населения будет отрицательным для всего континента — для богатых природными ресурсами стран, а также для стран, зависящих от экспорта сельскохозяйственной продукции.

Десятилетия реформ экономической политики способствовали достижению завоеванных ценной больших усилий успехов Африки в последние годы — устойчивых уровней долга, низкой инфляции, прогресса в либерализации торговли, диверсификации экспорта и других структурных изменений. Верно, что до начала текущего кризиса Африка отставала в достижении целевых показателей сокращения бедности, предусмотренных Целями развития Декларации тысячелетия ООН (ЦРТ), однако успехи в достижении некоторых из этих восьми целей, в частности, всеобщего начального образования, показали, что реальный прогресс практически возможен.

Замедление экономической активности, вызванное глобальным кризисом, должно обеспечить любые дополнительные стимулы, необходимые для возобновления продвижения Африки по пути экономического роста. По-настоящему трудная работа уже проделана: общие реформы на этом континенте были проведены и начали приносить плоды до начала мирового экономического спада. В настоящее время Африке необходимо продолжать улучшать среду, в которой могут действовать реформированные меры политики и институты. Именно в этой связи приоритетное значение приобретает поощрение развития частного сектора.

АБР, со своей стороны, недавно повысил значимость частного сектора в panaфриканской экономике. Первый Стратегический план банка, рассчитанный на 2003–2007 годы, придавал развитию частного сектора второстепенную роль в поддержании устойчивого экономического развития и уделял относительно мало внимания функционированию частного сектора. Это было пересмотрено с учетом опыта отдельных стран: государства-члены банка со средними доходами хо-

тят конкурировать на глобальных рынках, не пользуясь защитой торговых преференций, а государства-члены банка с низкими доходами хотят улучшить свой инвестиционный климат, чтобы достичь статуса стран со средними доходами. АБР считает, что одно из важных средств достижения обеих целей заключается в поощрении развития частного сектора.

В среднесрочной стратегии АБР на 2008–2012 годы признается, что международное сообщество более пристально следит за Африкой: существующие доноры приняли обязательства по предоставлению большего объема помощи; на передний план выходят новые доноры; а частные инвесторы, хотя они по-прежнему в основном заинтересованы в природных ресурсах, оценивают возможности в Африке. Соответственно, банк в настоящее время отдает высокий приоритет развитию более надежного частного сектора и признает жизненно важные роли частного сектора в равнозначимых целевых областях, таких как инфраструктура и высшее образование.

Эта «золотая середина»

В частности, банк может играть конструктивную каталитическую роль в содействии формированию и созданию возможностей для работы созидательных партнерств между государственным и частным сектором в той области, которая, по мнению банка, является расширяющейся «золотой серединой» между традиционными сферами деятельности государственного и частного секторов. В 2007 году инвестиции АБР в частный сектор увеличились в три раза, и устойчивый поток проектов, направляемых через инновационные партнерства между государственным и частным сектором, представляет значительные возможности для роста, эффектов синергии и каталитического воздействия. Операции банка с частным сектором будут еще больше активизированы в контексте взаимосогласованных страновых стратегий, направленных на содействие экономическому росту при ведущей роли частного сектора.

История подсказывает нам, что в таких странах, как страны Африки, в тяжелые экономические времена социальные показатели, такие как материнская и младенческая смертность, число учащихся и процент закончивших учебные заведения, а также возможности трудоустройства для женщин, быстро ухудшаются, особенно в непрочных государствах, где слабые институты и ограниченное бюджетное пространство часто исключают возможность обеспечения социальной защиты. Урегулирование кризисов в краткосрочном плане требует корректировок бюджета для выделения ожидаемых ресурсов, и это делается за счет развития человеческого потенциала. Более высокая активность частного сектора может способствовать повышению социальных показателей в определенных областях, таких как высшее образование, которые вызывают мультипликативные эффекты с других социальных сферах. Поэтому АБР стремится развивать партнерства с частным сектором для разработки и осуществления национальных и региональных проектов в области высшего образования. Банк будет также поддерживать профессионально-техническое образование и деятельность в области подготовки кадров для формирования навыков и преодоления хронически высокой безработицы.

Быстрое преодоление Африкой последствий глобального кризиса будет обусловлено многими факторами: степенью ущерба для макроэкономической стабильности, инвестиционным климатом и прогрессом в создании инфраструктуры. В частности, в настоящее время поддержание темпа развития инфраструктуры в условиях более низких частных инвестиций и ограниченных государственных доходов будет иметь важнейшее значение для быстрого возобновления экономического роста. Современное сельское хозяйство, услуги и промышленность зависят от инфраструктуры. Неспособность ликвидировать дефицит финансирования инфраструктуры закрепит позицию Африки как отстающего в конкуренции континента, когда глобальная экономическая активность вновь повысится. И здесь частный сектор должен играть ключевую роль. За последние два десятилетия в промышленно развитых и развивающихся странах произошел значительный сдвиг в на-

правлении обеспечения и финансирования инфраструктуры частным сектором, но это меньше всего затронуло Африку. АБР будет способствовать укреплению партнерств для улучшения инфраструктуры водоснабжения и канализации, транспорта, телекоммуникаций и энергетики в его государствах-членах.

Развитие активного и динамичного частного сектора требует функциональной и благоприятной коммерческой среды в любой стране, которая стремится создать у себя такой двигатель экономического роста. Поэтому для всех стран африканского континента будет чрезвычайно важно добиться еще более быстрого прогресса в улучшении инвестиционного климата путем снижения издержек по ведению бизнеса. Эти легко подсчитываемые издержки в настоящее время являются широко публикуемым критерием, относительное значение которого могут оцениваться — и весьма открыто оцениваются — все стремящиеся к прогрессу страны со средними доходами. Минимизация этих издержек позволит таким странам занять гораздо лучшее положение и принять полноценное участие в восстановлении глобального спроса и инвестиций, которое, в конечном счете, начнется.

Дефицит финансирования

Помимо реформ системы регулирования и управления, важно подчеркнуть, что для достижения докризисных темпов роста Африке потребуется 50 млрд долларов США для финансирования дефицита инвестиций/сбережений. Чтобы обеспечить темп роста в 7 процентов, который считается необходимым для достижения ЦРТ, сумма, требующаяся для покрытия дефицита финансирования, увеличивается до 117 млрд долларов США. Хотя некоторые страны со средними доходами могут быть в состоянии эффективно мобилизовать внутренние и внешние инвестиции, странам с низкими доходами и непрочным государствам потребуется поддержка.

Обязательства по увеличению поддержки странам с низкими доходами, в частности, в Африке, принятые Группой 20-ти на апрельском саммите в ответ на текущий глобальный кризис, являются необходимым, но не достаточным условием для возобновления роста. Эта поддержка должна сопровождаться решимостью не утратить завоевания экономических реформ, которые внесли столь большой вклад в обеспечение устойчивости стран Африки к мировой рецессии.

АБР быстро откликнулся на международный экономический спад. Мы использовали наши возможности для проведения встреч, с тем чтобы обеспечить платформу для дискуссий, обмена опытом и деятельности по защите интересов Африки среди экономических лидеров Африки. Полностью осознавая, что в настоящее время тесное сотрудничество между международными финансовыми организациями будет иметь решающее значение, банк активизировал свое сотрудничество с другими партнерами по развитию в поисках целевых стратегий по оказанию поддержки в ситуации кризиса, посредством которых мы можем объединить наши ресурсы, опыт и сравнительные преимущества для улучшения panaфриканских экономических перспектив.

Наиболее важный вопрос для банка на данном этапе заключается в том, как обеспечить баланс между осуществлением краткосрочных мер в ответ на кризис и сохранением направленности на решение долгосрочных проблем. Не следует забывать, что долгосрочные стратегии, такие как развитие инфраструктуры, содействие экономической интеграции и формирование квалифицированной рабочей силы, имеют ключевое значение для траектории роста Африки. По этой причине они также являются ключевыми областями среднесрочной стратегии АБР.

Нет сомнений в том, что влияние глобального кризиса на Африку создает серьезную задержку в развитии. Мы по-прежнему твердо уверены в том, что ее долгосрочные экономические перспективы исключительно позитивными, при условии что наши меры в ответ на воздействие текущего кризиса на Африку будут скоординированными и направленными на долгосрочные потребности континента, который стремится обеспечить себе средства к существованию путем торговли и инвестиций. ■



Американские горки

Недавнее резкое повышение и падение цен на биржевые товары — не первое и не последнее

ЦЕНЫ на биржевые товары резко упали во второй половине 2008 года после впечатляющего роста с начала 2002 года до середины прошлого года.

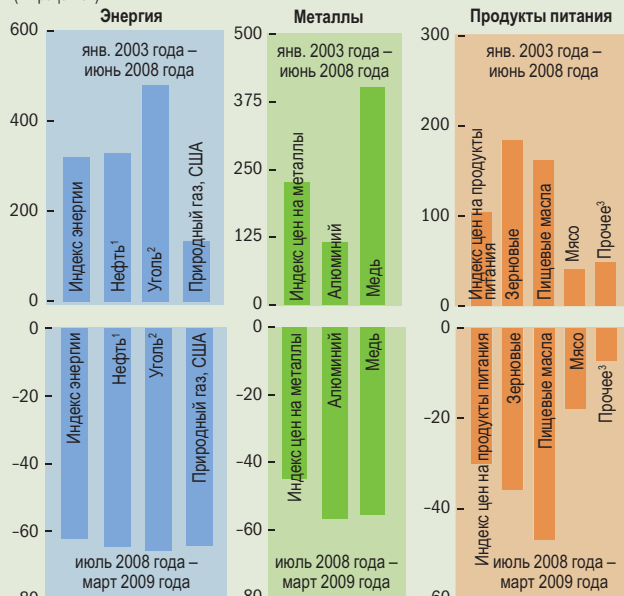
Хотя рынки биржевых товаров часто рассматриваются как единое целое, отдельные биржевые товары широко различаются по своим характеристикам спроса и предложения. Поэтому один из основных вопросов заключается в том, определяются ли изменения индекса цен на биржевые товары колебаниями цен лишь нескольких биржевых товаров.

Действительно, последний бум цен был, прежде всего, бумом цен на энергоресурсы и металлы. За время с середины 2002 года до середины 2008 года цены на эти биржевые товары возросли втрое. В случае металлов, спрос на которые растет и падает вместе с глобальным промышленным циклом, примерно 200-процентное повышение цен в период значительного глобального экономического роста в целом соответствовало предшествующему опыту.

Вместе с тем был зарегистрирован существенный прирост цен и на другие биржевые товары. В частности, почти утроились цены на основные зерновые культуры и пищевые масла, что было обусловлено рядом факторов, в том числе ускорением роста спроса из-за меняющихся режимов питания и быстрого расширения производства биотоплива, низкими товарно-материальными запасами, неблагоприятными погодными условиями

Изменения цен на биржевые товары во время подъема и спада 2003–2009 годов.

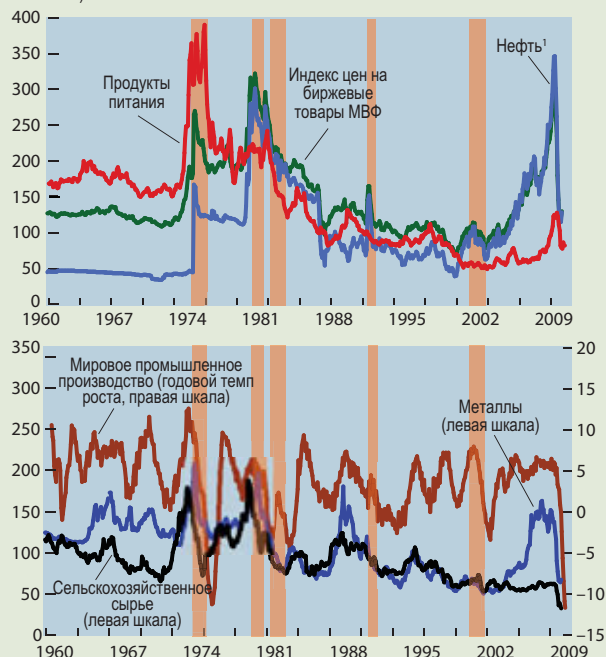
(В процентах)



Источники: МВФ, база данных «Система цен на биржевые товары». Примечание. Штриховкой выделены периоды глобальной рецессии (определяемые на основе месячного индекса глобального промышленного производства).
¹Средняя спотовая цена на нефть; среднее значение спотовых цен на нефть сортов Brent, West Texas Intermediate и Dubai.
²Включает цены на уголь Южной Африки и Австралии.
³Среднее изменение цен на рыбу, креветки, сахар, бананы и апельсины.

Колебания цен на биржевые товары в последнее время вызывают в памяти прошлый опыт.

(Реальные цены на биржевые товары, постоянные цены в долларах США, 1990=100)



Источник: МВФ, база данных «Система цен на биржевые товары» и расчеты персонала МВФ. Примечание. Штриховкой выделены периоды глобальной рецессии (определяемые на основе месячного индекса глобального промышленного производства).
¹Средняя спотовая цена на нефть; среднее значение спотовых цен на нефть сортов Brent, West Texas Intermediate и Dubai.

ями и растущими затратами энергии (см. «На волне», Ф&Р, март 2008 года).

Во второй половине 2008 года цены на большинство биржевых товаров упали с беспрецедентной быстротой. Цены на энергоресурсы снизились примерно на 70 процентов, а цены на металлы уменьшились более чем на 50 процентов. Даже цены на продукты питания, которые обычно меньше колеблются с изменением глобальных циклических условий, понизились примерно на 30 процентов. В 2009 году цены вновь повысились, но остаются значительно ниже их пиковых значений 2008 года.

База данных о ценах на биржевые товары МВФ

МВФ в течение долгого времени составляет индексы цен на основные биржевые товары, используя веса, основанные на данных о мировой торговле за 2002–2004 годы. Эти индексы включают набор из 51 биржевого товара (ряд цен охватывает прошлые периоды до 1980 года), которые широко обращаются на рынке и цены на которые общедоступны. База данных включает также индексы цен по основным подгруппам и данные о лежащих в их основе ценах на сырье. База данных находится по адресу: www.imf.org/external/np/res/commmod/index.asp.

Подготовили Томас Хелблинг, Несе Эбрил и Марина Руссе из Исследовательского департамента МВФ.



Listen to **iMF** new on **iTunes**

*who's growing
what's falling
how countries
in crisis get help
why it matters*

Podcasts of interviews, discussions, and features covering the crisis, the countries, and the countermeasures. Now regularly posted on iTunes: just type **International Monetary Fund** in the search box.

Путь к экономическому подъему?



Узнайте о нем здесь.