

Уроки прошлого

Страны Совета по сотрудничеству стран Персидского залива встретили глобальный финансовый кризис, находясь на прочных позициях

Строительство небоскребов в Дубае.

Мэй Камис и Абделхак Сенгаджи

СТРАНАМ Аравийского полуострова знакомы капризы нефтяных рынков. В 1970-х годах, когда отмечался длительный период высоких цен на нефть, в страны, входящие в Совет по сотрудничеству стран Персидского залива (ССЗ), хлынул приток нефтяных доходов, который привел к высоким уровням государственных расходов, а последующее падение цен заставило эти страны столкнуться с жесткой реальностью тяжелой бюджетной ситуации.

Во время последнего кризиса цены на нефть стремительно упали с пикового уровня в 144 доллара за баррель в середине 2008 года до 34 долларов в декабре того же года, что в значительной мере объяснялось падением спроса во всем мире. Однако на этот раз шесть стран, входящих в ССЗ (см. вставку), в период нефтяного бума 2003–2008 годов сохраняли значительную долю своих нефтяных доходов, увеличив резервы и сформировав огромные суверенные фонды накопления богатства. Государства осмотрительно расходовали средства, инвестируя в материальную инфраструктуру и человеческий капитал. Некоторые из стран погасили свой долг (см. рис. 1). Например, Саудовская

Аравия к концу 2008 года сократила свою задолженность до 13 процентов ВВП, в то время как десять лет назад она составляла более 100 процентов ВВП.

Благодаря этому правительства ССЗ оказались в состоянии сдерживать напор самого тяжелого глобального экономического кризиса за много десятилетий, но при этом недавние потрясения выявили некоторые уязвимые места финансового сектора в регионе.

Возникновение дисбалансов

Бум цен на нефть привел к крупным профицитам бюджета и внешних счетов стран ССЗ. Эти профициты создали бюджетный потенциал, необходимый, по крайней мере в течение некоторого времени, для решения двуединой задачи региона — содействия экономической диверсификации и сокращения безра-

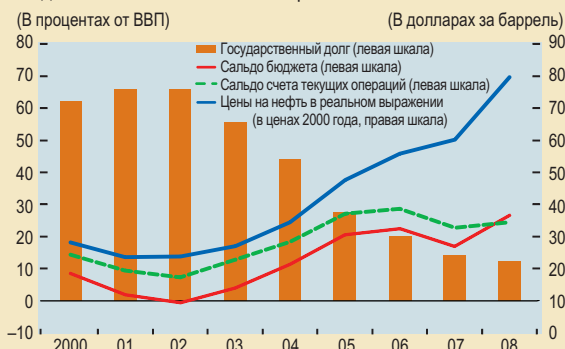
Совет по сотрудничеству стран Персидского залива

Совет по сотрудничеству стран Персидского залива (ССЗ) был создан в 1981 году Бахрейном, Катаром, Кувейтом, Объединенными Арабскими Эмиратами, Оманом и Саудовской Аравией для углубления своей экономической и финансовой интеграции. Совокупное население этих стран — включая постоянно проживающих в них иностранцев — оценивается примерно в 38 млн человек, а ВВП составлял в 2008 году 1,1 трлн долларов. На нефть приходится примерно 50 процентов ВВП региона и 80 процентов его бюджетных доходов и доходов от экспорта. Регион играет ключевую роль на нефтяных рынках, поскольку на него приходится приблизительно 50 процентов производства нефти Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК) и 70 процентов свободного производственного потенциала ОПЕК, причем 58 процентов — только на Саудовскую Аравию. Валюты всех стран ССЗ, кроме Кувейта, привязаны к доллару США. В этом регионе были созданы некоторые из первых и крупнейших суверенных фондов накопления богатства с активами под их управлением, оценивавшимися на конец 2008 года в сумму от 600 млрд до 1 триллиона долларов, не считая более 500 миллиардов долларов в составе официальных резервов.

Рис. 1

Положительное влияние периода высоких цен

Бум цен на нефть в период с 2003 по 2008 год укрепил бюджеты и внешние балансы стран ССЗ.



Источник: национальные официальные органы и оценки персонала МВФ.

ботицы при одновременном сохранении нефтяного богатства для будущих поколений.

Однако этот бум также привел к возникновению внутренних дисбалансов, которые начали проявляться с возникновением глобального недостатка кредитных ресурсов — избытие ликвидных средств способствовало росту кредита, инфляции и повышению цен на активы в условиях, когда имелись лишь ограниченные инструменты для противодействия этим тенденциям вследствие привязки валют к доллару США. Бум был также связан с более высоким левериджем финансового и корпоративного секторов (см. рис. 2). Балансовые факторы уязвимости начали проявляться с образованием глобального кредитного дефицита, особенно в Объединенных Арабских Эмиратах (ОАЭ), Кувейте и Бахрейне, учитывая их связи с глобальными фондовыми рынками, растущую зависимость от внешнего кредитования и открытые кредитные позиции по отношению к недвижимости и строительству (см. рис. 3).

Оперативная реакция

Когда закрепились глобальная тенденция сокращения использования кредита и снизились как цены на нефть, так и ее производство, размеры внешних и бюджетных профицитов в ССЗ заметно сократились, спреды по свопам кредитного дефолта (СКД) расширились, а фондовый рынок и рынок недвижимости обрушились (см. таблицу). Рынок недвижимости в ОАЭ оказался под тяжелым ударом — месячная стоимость операций с недвижимостью к ноябрю 2009 года упала до лишь 250 миллионов долларов с пикового уровня в почти 3 млрд долларов в мае 2008 года. Сузилось финансирование финансового и корпоративного секторов: из находившихся в работе проектов на сумму, оценивавшуюся в 2,5 трлн долларов на конец 2008 года, к концу 2009 года были приостановлены работы примерно на 575 млрд долларов.

Тем не менее, банки показывали прибыль и оставались в состоянии переносить убытки, главным образом благодаря тому, что в большинстве стран в преддверии кризиса отмечались высокие коэффициенты достаточности капитала. Несколько небанковских финансовых учреждений и коммерческих групп оказались в состоянии дефолта, но это не вызвало системных последствий, отчасти благодаря тому, что правительства предприняли оперативные меры по обеспечению стабильности.

Для компенсации потрясений правительства использовали свои крупные международные резервы для поддержания высокого уровня расходов и проведения чрезвычайных финансо-

вых мер. Помимо вливаний ликвидности центральными банками и правительствами, в Кувейте, Саудовской Аравии и ОАЭ были предоставлены гарантии депозитов. Кроме того, в Катаре и ОАЭ были произведены вливания капитала в размере, доходившем, соответственно, до 2 и 7,3 процентов ВВП. В Кувейте был принят закон о финансовой стабильности, предоставивший существенные гарантии финансовому сектору и предусматривавший создание фондов стабилизации фондового рынка в размере до 3,0 процента ВВП через различные государственные учреждения. В Катаре правительство выкупило доли в капитале банков

Откат вследствие кризиса

Во время глобального спада финансовые рынки требовали более высоких премий за риск по суверенному долгу и фондовым инструментам стран ССЗ, а цены на недвижимость в странах Персидского залива упали.

	Спреды СКД (базисные пункты)			Изменение индексов фондового рынка (проценты)		
	Минимальный уровень за период	Максимальный уровень за период	Максимальный подъем за период	Изменение за период	Максимальный спад за период	Изменение за период
Влияние кризиса до событий в Дубае ¹						
Бахрейн	92	716	624	79	-50	-50
Кувейт	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	-59	-55
Оман	252	483	231	274	-65	-45
Катар	43	379	335	49	-66	-40
Саудовская Аравия	30	333	303	74	-58	-34
Дубай	114	944	830	200	-75	-63
Абу-Даби	42	446	404	55	-58	-43
Влияние событий в Дубае ²						
Бахрейн	172	260	88	6	-2	2
Кувейт	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	-2	4
Оман	275	277	3	-30	-7	0
Катар	94	120	26	-1	-9	-7
Саудовская Аравия	74	107	34	9	-5	1
Дубай	317	634	316	123	-27	-22
Абу-Даби	100	175	75	38	-15	-9

Источник: Markit, Bloomberg, оценки персонала МВФ.

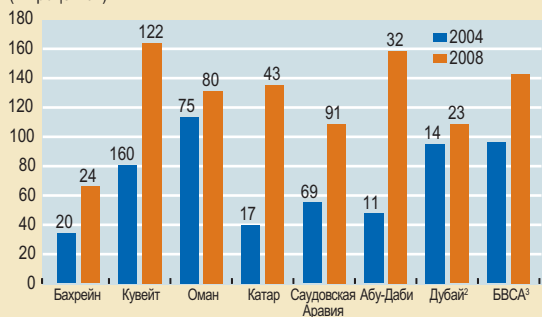
Примечание. Swap кредитного дефолта (СКД) — это производный контракт, обещающий выплату в случае оговоренного связанного с кредитом события, такого как дефолт. Он аналогичен страховому полису. Спред СКД представляет собой разность в базисных пунктах (базисный пункт равен 1/100 процентного пункта) между контрольной ставкой (например, по казначейским ценным бумагам США) и ставкой по СКД. По существу, спред представляет собой страховую премию, и по мере роста ощущаемого риска растут и премии (спреды).
¹С 1 июня 2008 года по 22 ноября 2009 года.
²С 23 ноября 2009 года по 21 января 2010 года.

Рис. 2

Стремительное увеличение займов

За период между 2004-м и 2008 годом отношение долга к капиталу у некоторых компаний в ССЗ более чем удвоилось.

(В процентах)



Источники: Zawaia; оценки персонала МВФ.

Примечание. Цифры на графиках означают количество компаний.

¹Отношение для Дубая не включает не зарегистрированные на бирже связанные с государством образования (СГО). Зарегистрированные на бирже СГО, включенные в расчет отношения, представлены DP World, Dubai Financial, Emaar и Tamweel.

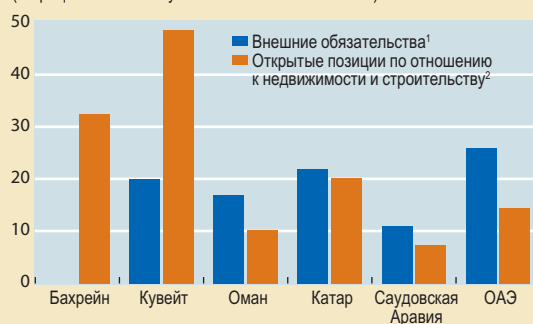
²БВСА — Ближний Восток и Северная Африка. Нет данных о количестве компаний.

Рис. 3

Увеличение факторов уязвимости банков

Крупные внешние займы и открытые кредитные позиции по отношению к недвижимости и строительству способствовали ослаблению балансов банков в некоторых странах Персидского залива.

(В процентах от совокупного объема обязательств)



Источники: Zawaia; оценки персонала МВФ.

¹Внешние обязательства банков на пиковом уровне в 2008 году относительно совокупного объема обязательств. По Бахрейну нет данных.
²Относительно совокупного объема кредитования, 2008 год.

и активы в форме недвижимости на сумму до 6 процентов ВВП. В рамках плана инвестиций на сумму в 400 млрд долларов на пять лет в Саудовской Аравии был реализован пакет стимулов, который был самым крупным (в процентах от ВВП) из всех подобных пакетов в любой из стран так называемой Группы 20-ти стран с развитой и формирующейся экономикой. Эти меры способствовали стабилизации финансовых систем и поддержанию роста в ССЗ, оказали положительное побочное влияние на соседние страны и внесли свой вклад в оживление спроса на глобальном уровне.

Сокращение кредита наносит удар по Дубаю

По всем признакам регион переносит кризис достаточно хорошо. Однако давление на квазигосударственные образования с высоким отношением заемных средств к капиталу в Дубае достигло кульминации в ноябре 2009 года, когда государственная холдинговая компания Dubai World объявила о своем обращении с просьбой о приостановке платежей по долгу, иными словами, приступила к переговорам о соглашении со своими кредиторами об изменении исходных условий кредитов, чтобы избежать возбуждения дел о конфискации заложенного имущества за неплатежи по долгам.

Такая ситуация стала следствием ряда событий: в 2004–2008 годах связанные с государством образования в Дубае активно привлекали займы на финансирование принципиального подъема коммерческой и жилищной недвижимости. Существенное повышение леввериджа привело к необоснованному вздутию цен на рынке недвижимости, и этот пузырь лопнул в середине 2008 года.

Правительство Абу-Даби — крупнейшего из семи эмиратов, которому принадлежит более 95 процентов нефтяных запасов ОАЭ, — пришло на помощь Дубаю, предоставив 14 декабря ссуду на покрытие части долговых обязательств Дубая, в том числе примерно 4,2 млрд долларов в форме исламских облигаций (сукук) его дочернего предприятия в области недвижимости Nakheel, срок погашения которых наступал на эту дату. Это вмешательство способствовало успокоению рынков, однако неопределенность сохраняется, пока правительство Дубая разрабатывает стратегию перевода своего корпоративного сектора устойчивый путь развития.

В результате такого развития событий в Дубае вновь образовалось временное давление на фондовые рынки региона, и повысились спреды СКД по инструментам государства и коммерческих образований Дубая. (Спреды СКД для остальной части региона оставались практически без изменений.) Проблемы Дубая, однако, могут сказаться на регионе по другим направлениям. Например, на рынках могут установиться менее оптимистические настроения в отношении квазисуверенного и частного риска, что может повысить стоимость заимствований и уменьшить доступ к международным рынкам капитала для некоторых образований из ССЗ.

Перспективы

Хотя краткосрочные экономические перспективы ССЗ оказываются под негативным влиянием глобального кризиса и недавних событий в Дубае, среднесрочные перспективы региона остаются в целом позитивными и поддерживаются растущими ценами на биржевые товары. По оценкам, рост ВВП, не связанного с нефтью, составил в 2009 году примерно 2,8 процента, а в 2010 году ожидается более активное возобновление общего роста, чем в странах с развитой экономикой.

Тем не менее, от директивных органов ССЗ требуется провести еще более значительную работу. Первым приоритетом является упорядочение банковских балансов (то есть дальнейшее непосредственное признание убытков и немедленная рекапитализация банков) и реструктуризация небанковского сектора в некоторых странах. Стресс-тестирование и проведение периодической оценки качества активов банков будет способствовать определению того, является ли достаточным уровень поддержки капитала. Во всех возможных случаях рекапитализация

должна быть основана на инвестициях частного сектора для минимизации морального риска, а официальные органы должны прекратить вливания средств государственного сектора, как только позволит ситуация на рынке.

Официальным органам также следует способствовать реструктуризации небанковских организаций, особенно в Кувейте и ОАЭ, за счет поддержки имеющихся системную значимость и жизнеспособных образований, одновременно обеспечивая не вызывающий потрясений выход с рынка нежизнеспособных компаний. Четкое информирование общественности официальными органами будет способствовать проведению таких мер, уменьшит неопределенность ситуации для инвесторов и уменьшит спекуляции и изменчивость на рынке.

В среднесрочной перспективе огромное значение будет иметь повышение качества корпоративного управления и прозрачности, учитывая уменьшение склонности кредиторов к риску, которое заставляет конгломераты и связанные с государством образования в ССЗ добиваться лучших результатов в области раскрытия информации.

Официальным органам региона следует также рассмотреть вопрос о том, чтобы добиться следующего:

- проводить налогово-бюджетную политику, поддерживаемую надлежащим набором макропруденциальных инструментов и направленную на сдерживание влияния нефтяного цикла на экономику, учитывая ограниченные возможности денежно-кредитной политики вследствие привязки валют к доллару США;
- создать нормативы, способствующие формированию в течение всего делового цикла надежных резервов на покрытие возможных убытков по ссудам, — как это было сделано в Саудовской Аравии, которая уже начала проведение антициклической политики в области формирования резервных фондов — и буферных запасов капитала;
- активно обеспечивать выполнение норм обязательных резервов и пруденциальных лимитов, установленных для банков, чтобы препятствовать любому возобновлению притока спекулятивных средств и давлению в сторону перегрева экономики;
- использовать налог на прирост стоимости капитала в операциях с недвижимостью и фондовыми инструментами;
- избегать чрезмерного леввериджа в корпоративном секторе и отслеживать риск вторичных эффектов со стороны офшорных финансовых центров;
- развивать местные и региональные рынки долговых инструментов для диверсификации каналов финансирования и уменьшения доминирования в них банков.

Для достижения более долгосрочной задачи диверсификации экономики своих стран правительствам ССЗ следует сосредоточить внимание на создании более благоприятных условий для деятельности частного сектора. Для достижения этой цели ключевой мерой является устранение бюрократических препятствий. Диверсификация же не только создаст рабочие места, но и будет способствовать достижению регионом своей фундаментальной цели, заключающейся в уменьшении зависимости от нефти. ■

Мэй Камис — заместитель начальника отдела, а Абделхак Сенгаджи — начальник отдела в Департаменте стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ.

Обзор МВФ

Посетите «Обзор
МВФ онлайн»

www.imf.org/imfsurvey