

Системный Сбой

Уильям Р. Уайт

Мировая экономика полна дисбалансов, которые невозможно исправить в рамках существующей международной валютной (не)системы

СЕГОДНЯ для мировой экономики характерно присутствие разных видов международных дисбалансов, каждый из которых способен вызвать новый кризис. Стоит задаться вопросом, не общий ли корень у всех этих дисбалансов, а именно — отсутствие международной валютной системы? Совершенно очевидно, что у нас больше нет согласованных на международном уровне правил поведения, которые ради всеобщего долгосрочного блага ограничивали бы возможность сиюминутных действий со стороны отдельных суверенных государств.

Такие правила существовали в рамках золотого стандарта до Первой мировой войны и Бреттонвудской системы после Второй мировой войны, но они прекратили свое существование четыре десятилетия назад. Сегодня такие правила есть в зоне евро. Но на мировом уровне их нет. Ведущие страны могут преследовать свои собственные краткосрочные интересы, не в последнюю очередь с помощью более низких процентных ставок и нетрадиционных мер денежно-кредитной политики по стимулированию национальной экономики, не думая о других странах, и, как правило, именно так они и поступают. Это ведет к долгосрочному риску непредвиденных последствий для самих этих стран, в том числе возможности инфляции в будущем и прочим внутренним дисбалансам. Более того, создавая международные дисбалансы разного вида, такие меры политики могут также работать против долгосрочных интересов других стран.

Кто отвечает за благополучие мировой экономики как единого целого? До падения Бреттонвудской системы МВФ осуществлял контроль над всей системой, а после ее демонтажа стал в основном заниматься мониторингом поведения своих государств-членов и предоставлением обусловленной помощи странам, попавшим в тяжелую ситуацию. Тем не менее, МВФ продолжал выражать свою обеспокоенность через различные каналы, если меры политики отдельных стран, по его мнению, не соответствовали долгосрочным интересам мирово-

го сообщества. Однако многие крупные страны воспринимают такие рекомендации по вопросам политики не более чем совет. Соединенные Штаты, хоть и являются крупнейшим в мире международным дебитором, имеют полную свободу действий благодаря продолжающемуся использованию доллара в качестве ведущей резервной валюты. Что касается крупных стран-кредиторов, то влияние МВФ на принимаемые ими меры политики всегда было весьма ограниченным.

Глобальные дисбалансы

Когда экономисты говорят о глобальных дисбалансах, они могут иметь в виду самые разные поводы для беспокойства. Самый давний источник беспокойства — это несбалансированность *счета текущих операций*, то есть разница между тем, сколько страна тратит за границей, и тем, сколько она получает из иностранных источников. Сальдо счета текущих операций измеряет чистый импорт и экспорт товаров и услуг, поступлений доходов из-за рубежа (таких как заработная плата и дивиденды) и перечисления денег за границу (таких как денежные переводы и пенсии). По определению, профициты и дефициты счета текущих операций равны *чистым потокам капитала*. Риск заключается в том, что страны с крупными дефицитами счета текущих операций могут утратить доверие стран, являющихся источником таких потоков, что может закончиться валютным кризисом. Подобные кризисы обычно наносят вред и объему производства, и занятости. Как ни парадоксально, но, несмотря на постоянные предупреждения о возможности такого развития событий в Соединенных Штатах, которые с 1960-х годов регулярно имеют дефицит счета текущих операций, кризиса там так и не случилось. И наоборот, серьезное увеличение дисбалансов счета текущих операций в странах зоны евро в итоге все же привело к кризису, разрушив веру в то, что такие кризисы невозможны внутри зоны единой валюты.

Второй вид глобальных дисбалансов, связанных с *валовыми трансграничными потоками капитала*, стал объектом повышенного внимания в последние годы. Несмотря на все свои возможные достоинства, «горячие деньги», то есть перетекающий из одной страны в другую денежный капитал инвесторов, ищущих самую высокую доходность, могут повергнуть в хаос небольшие страны, причем как в результате притока, так и оттока. Действительно, как стало очевидно в результате кризиса 1990-х годов в Юго-Восточной Азии, проблемы несоответствия валютной структуры (когда активы номинированы в национальной валюте, а обязательства, такие как займы, — в иностранной) могут разрушить целые банковские системы. Заемщики зарабатывают в национальной валюте, а когда она обесценивается, погашение номинированных в иностранной валюте кредитов обходится дороже. Кроме того, являющиеся источниками таких потоков страны, в свою очередь, также могут пострадать. Словом, если дебиторы (которые принимают долговые обязательства в иностранной валюте) не могут платить, то кредиторы и не получают денег.

Что касается крупных стран-кредиторов, то влияние МВФ на принимаемые ими меры политики всегда было весьма ограниченным.

Наконец, сам термин глобальный дисбаланс может вызвать беспокойство относительно *появления на глобальном уровне внутренних дисбалансов*, которые раньше наблюдались всего лишь в нескольких странах с развитой экономикой, таких как Соединенные Штаты. Как эти внутренние дисбалансы смогли распространиться за пределы этих нескольких крупных стран? Когда крупные страны с развитой экономикой ослабили свою денежно-кредитную политику в целях поддержки внутреннего роста, это оказало повышательное давление на валюты небольших стран с развитой экономикой (таких как Швейцария), а также на валюты большинства стран с формирующимся рынком. В силу разных причин правительства и центральные банки этих стран в ответ также ослабили свою денежно-кредитную политику, стимулируя таким образом кредитование и наращивание долга. В итоге уровень нефинансового долга в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком, входящих в Группу 20-ти, увеличился с 210 процентов ВВП в 2007 году до 235 процентов к концу 2014 года. Более того, большая часть этого роста пришлось на страны с формирующимся рынком. Если в 2008–2009 годах эти страны рассматривались как часть решения для выхода из мирового финансового кризиса, то теперь они, похоже, сами стали частью этой глобальной проблемы.

Неполноценная «несистема»

Различные недостатки существующей международной (не)системы по сути отображают дисбалансы, описанные выше. Кризисы будут повторяться вновь и вновь, пока мы не исправим недостатки, описанные ниже.

Во-первых, *не существует механизма автоматической международной корректировки*. В принципе, страны с крупным долгом и/или дефицитом счета текущих операций должны в условиях рынка валют со свободно плавающими курсами испытывать понижательное давление на свои валюты. Более слабая валюта удешевит экспорт, что будет содействовать сдвигам в производстве для удовлетворения внешнего спроса. Меры



политики должны тогда использоваться для снижения внутреннего спроса с тем, чтобы производство могло перестроиться в целях удовлетворения экспортного спроса. Противоположные силы должны начать действовать в странах с крупными профицитами. Такая последовательность событий позволяет провести упорядоченную корректировку и предотвратить наращивание еще более крупных дисбалансов как в странах, имеющих дефицит, так и в странах имеющих профицит, а также избежать кризиса.

Однако на практике часто требуются очень продолжительные периоды времени, чтобы эти силы стали работать должным образом. Наивно полагать, что свободно плавающие валютные курсы безболезненно решат проблему дисбаланса счета текущих операций:

- Изменения валютных курсов, по-видимому, практически не связаны с долгосрочными отношениями между дебиторами и кредиторами. В результате краткосрочных инерционных операций, осуществляемых трейдерами при покупке или продаже различных валют в целях обогащения на ожидаемом ими продолжении повышения или снижения их курсов, валютные курсы могут годами отклоняться от уровней, которые соответствуют основополагающим экономическим детерминантам.

- Валютные курсы не всегда или, по крайней мере, не быстро приводят к желаемому сдвигу в производственном потенциале. Взгляните, например, на недавнее снижение курсов японской иены и фунта стерлингов, не приведшее в обоих случаях к желаемому увеличению объема экспорта.

- Внутренняя политика не должна каким-либо образом отражать внешнеэкономическую позицию. Соединенные Штаты являются крупнейшим в мире чистым международным дебитором, однако ничто не мешает им в ответ на периоды более слабого общего спроса принимать еще больше мер политики, стимулирующих внутренний спрос. Точно так же Япония, Германия и Китай являются крупными кредиторами, однако ничто не может воспрепятствовать им попытаться еще сильнее расширить экспорт в ответ на более слабый общий спрос. С более долгосрочной точки зрения, последние усилия, направленные на снижение курсов евро и иены, не были полезными и могли бы даже спровоцировать такое же поведение со стороны Китая.

Во-вторых, *вторичные эффекты, возникающие в результате мер денежно-кредитной политики крупных стран с развитой экономикой, нарушают экономическую деятельность*. В ситуации, когда ставки в Соединенных Штатах находятся на низком уровне, а большое число международных займов номинированы в долларах, долгосрочные ставки в других странах все больше коррелируют со ставками в США. В итоге прямой стимулирующий эффект на расходы в других странах влияет на цены производящихся в настоящее время товаров и оказываемых услуг, а также активов. Некоторые ученые полагают, что единственный способ, с помощью которого эти страны могут восстановить хоть часть своей независимости в проведении денежно-кредитной политики, — это средства контроля за движением капитала, которые включают в себя различные по типу и строгости ограничения в отношении притока и оттока капитала.

Более того, меры денежно-кредитного стимулирования, по всей видимости, притупляют восприятие риска инвесторами. До начала мирового финансового кризиса такое положение вело к тому, что банки, работающие в мировом масштабе, наращивали кредитование быстрее, чем капитал (то есть увеличивали отношение заемных средств к собственным), а также резко увеличивали предоставление займов малым странам. После кризиса Банк международных расчетов заметил, что международные потоки капитала становятся все более подчиненными действиям компаний по управлению активами, которые скупают облигации, выпущенные корпорациями из стран с формирующимся рынком. Большая доля таких облигаций (особенно в Латинской Америке и Юго-Восточной Азии) выпускается

в офшорных финансовых центрах и номинируется в долларах. Это, соответственно, увеличивает угрозу возникновения проблемы несоответствия валютной структуры в том случае, если доллар продолжит укрепляться. Кроме того, такие притоки капитала в сочетании с мерами политики, призванными сдерживать валютный курс, угрожают возникновением как инфляции,



Наивно полагать, что свободно плавающие валютные курсы безболезненно решат проблему дисбаланса счета текущих операций.

так и других дисбалансов, связанных с очень быстрым расширением кредитования в странах с формирующимся рынком.

Те, кто считает, что влияние вторичных эффектов на страны с формирующимся рынком в связи с событиями в странах с развитой экономикой может быть значительным, предлагают пострадавшим странам несколько способов защитить себя. По сути эти предложения сводятся к попыткам перекрыть по отдельности каждый из каналов внутри механизма передачи воздействия, который был только что описан:

- Применять инструменты регулирования в целях сокращения доли заемных средств работающими на мировом уровне банками, а также применение средств регулирования в целях контроля за выводом из страны капитала крупными компаниями по управлению активами.

- Допустить большее укрепление национальной валюты.
- Ввести меры контроля за операциями с капиталом для регулирования его притока.

- Смягчить последствия таких притоков посредством мер макропруденциальной политики — то есть регулирующих мер политики, направленных на снижение риска краха всей финансовой системы как таковой, а не традиционных мер экономической политики, ориентированных на отдельные организации.

В последние годы МВФ на самом деле поддерживал многие из этих предложений, в том числе введение ограничений на операции с капиталом и более активные меры макропруденциальной политики. Эти подходы могут помочь погасить воздействие вторичных эффектов, хотя у каждого из них есть и свои недостатки. Например, регулирование, ограничение на операции с капиталом и меры макропруденциальной политики, — все они имеют свои бреши; а именно: их можно обойти, и они ведут к серьезным искажениям на свободных рынках. Также они со временем теряют свою действенность. Хотя и может показаться разумным позволить валютному курсу взять на себя большую часть бремени корректировки, трейдинг, следующий конъюнктуре, может на продолжительный период уводить свободно плавающие курсы далеко в сторону от основополагающего равновесного соотношения со всеми вытекающими из этого искажениями в экономике. Иными словами, чуждодейственных средств не существует.

В-третьих, *существующая «несистема» не привязана к какому-либо ориентиру*. Проведение расчета по формуле правила Тейлора (предложенного экономистом Джоном Тейлором для определения того, насколько центральному банку необходимо

менять процентные ставки в ответ на инфляционное давление) в применении ко всему миру показывает, что глобальная директивная ставка в период между 2002 и 2012 годами в действительности систематически была ниже уровня, предусматриваемого этим правилом. Использование других подходов показывает, что начиная с 1997 года глобальные показатели финансовой реальной процентной ставки (после вычета инфляции) упали ниже аналогичных показателей более долгосрочной естественной процентной ставки (ставки, которая держала бы инфляцию на низком уровне, а объем производства экономики на уровне ее потенциального значения согласно оценкам МВФ). Более того, разница между финансовой (реальной) и естественной процентной ставкой существенно увеличилась за годы, предшествовавшие мировому финансовому кризису. Меры, предпринятые центральными банками после начала кризиса, помогли лишь в небольшой степени восстановить финансовую стабильность, но одновременно они увеличили размеры балансов центральных банков до беспрецедентного уровня. И пока остается неясным, к чему это приведет со временем.

Сегодня денежно-кредитная политика практически повсеместно по-прежнему направлена на активное стимулирование экономики. Это особенно важно для Соединенных Штатов, которые продолжают служить якорем для остатков международной валютной системы. При этом центральный банк, Федеральная резервная система (ФРС), при проведении своей политики должен руководствоваться исключительно тем, какие последствия она должна иметь для самих США. Это представляет проблему не только для стран, пострадавших от вторичных эффектов, но может также повредить и самим США. На все страны мира, без учета Соединенных Штатов, в настоящее время приходится большая доля объема производства, чем, скажем, 20 лет назад, поэтому проблемы в других частях мира могут запросто вернуться назад к США самым неожиданным образом.

На сегодняшний день написано огромное количество литературы, посвященной измерению глобальной ликвидности, — совокупного объема кредитов и капиталов во всем мире. Конечно же это можно только приветствовать, так как нам необходимо отслеживать мировой рост денежной массы и объемов кредитования. Однако не существует механизма контроля в целях сдерживания или ускорения роста глобальной ликвидности, когда он становится либо чрезмерным, либо недостаточным. Некоторые предлагают внедрение скоординированных на международном уровне процессов мониторинга для проведения оценки воздействия на другие страны мер денежно-кредитной политики, принимаемых на национальном уровне. Однако также нужно определить, не будет ли лучшим выходом просто существование основанной на правилах международной валютной системы.

В-четвертых, *в мире нет достаточных источников международной ликвидности на случай возникновения кризиса*. Ресурсы, которыми располагает МВФ для оказания помощи странам, столкнувшимся с проблемами платежного баланса, совершенно недостаточны в том случае, если сразу у нескольких небольших стран одновременно возникнут подобные сложности, или даже если это произойдет в одной крупной стране. В отсутствие достаточного финансирования со стороны государственного сектора прекращение финансирования со стороны частного сектора приведет к сокращению внутреннего спроса настолько, что в результате дефицит счета текущих операций исчезнет. Но последующий спад будет чрезвычайно болезненным, как мы видели на примере Индонезии конца 1990-х годов, когда прекращение частного финансирования привело к обвалу экономики и огромной инфляции. Более недавние примеры глубоких рецессий в некоторых странах европейской периферии, возникшие после прекращения кредитования международными банками (в основном из ведущих стран Европы), являются еще одним свидетельством таких проблем.

Действительно, в самом начале мирового финансового кризиса 2008 года ФРС открыла так называемые своп-линии, через

которые ряду стран были предоставлены доллары. Многие европейские банки, например, испытали недостаток долларовой ликвидности, когда источники финансирования в Соединенных Штатах (особенно инвестиционные фонды, вкладывающие средства в краткосрочные обязательства) по сути иссякли. Тем не менее, ограниченное число стран воспользовалось этими линиями, но критерии их выбора были непрозрачными и устанавливались ФРС, а не международным сообществом. Помимо этого, своп-линии задумывались как временные, но в октябре 2013 годы были преобразованы в постоянные.

Если страны считают, что они не могут полагаться на МВФ для соответствующей поддержки ликвидности, либо хотят избежать принятия на себя условий, которые связаны с программами, поддерживаемыми МВФ, неудивительно, что они стремятся застраховать себя сами с помощью накопления резервов. К сожалению, накопление резервов способствует снижению курсов укрепляющихся валют, что увеличивает вероятность повышения инфляции, усугубления других дисбалансов и последующего возникновения кризиса. Такой кризис, вероятно, уже угрожает ряду крупных стран с формирующимся рынком. Другими словами, накопление резервов увеличивает возможности страны для борьбы с кризисом, но одновременно делает кризис более вероятным. Кроме того, у стран возникает искушение воспользоваться региональными механизмами взаимной поддержки, например, такими, как гарантированные кредитные линии от других центральных банков региона. Эти региональные соглашения, хоть и бывают полезными в некоторых обстоятельствах, также могут разрушать чувство общемировой солидарности. Они также могут вести к существенному ослаблению условий помощи (таких, например, как изменение мер политики в сфере регулирования), которые обычно выдвигает МВФ в обмен на предоставление поддержки. Появление еще одного риска злоупотреблений в мире, который и так ими полон, едва ли является оптимальным выходом на глобальном уровне.

Необходимость правил

То, что считается сегодня международной валютной системой, не является на самом деле системой, потому что в ней отсутствуют правила. Ей недостает автоматического механизма международной корректировки дисбалансов счета текущих операций. Она допускает значительные вторичные эффекты распространения кризисных явлений (в том числе валовые потоки капитала) из крупных стран, особенно США, в небольшие страны, что потенциально ведет к нанесению ущерба. У нее нет ориентира в том, что касается глобального расширения кредитования и денежной массы, что является опасным, а также отсутствует международный кредитор последней инстанции, обладающий достаточными ресурсами.

Добровольное согласие всех крупных стран на существование международной валютной системы, которая налагала бы на всех обязательства, могло бы сыграть существенную роль в снижении угроз, связанных с глобальными дисбалансами. Дебиторы бы в итоге взяли на себя ответственность за скорейшее проведение необходимых мероприятий. Кредиторы тоже были бы вынуждены играть более активную роль, соответствующую пониманию того, что кризисы также имеют обратное действие и в их направлении. Признание всеми участниками недостатков существующей «несистемы» стало бы, пусть и сложным, но желанным первым шагом. Однако мобилизовать политическую волю суверенных стран к сотрудничеству над разработкой новой глобальной системы, которая отвечала бы их собственным долгосрочным интересам, будет еще сложнее. ■

Уильям Р. Уайт — председатель Комитета по оценке экономики и развития Организации экономического сотрудничества и развития. В данной статье автор выражает свою личную точку зрения.