

Нарастающий прилив

Для того чтобы извлечь преимущества из трансграничных потоков капитала и избежать связанных с ними проблем, необходимо мировое сотрудничество

Рагурам Раджан

Трансграничные потоки капитала — это не абсолютное добро и не несомненное зло. При разумном использовании они могут принести пользу стране-получателю, восполняя недостаточную доступность долгосрочного венчурного капитала и сокращая пробелы в местном корпоративном управлении. Они также могут принести пользу странам-источникам, обеспечивая инвестиционные возможности для сбережений, накопленных стареющим населением.

Конечно, потоки капитала также могут создавать проблемы. Они могут поступать в неудачное время, прибавляя дополнительный кредит к бушующему инвестицион-

ному буму и подогревая пузыри цен на активы. Они могут поступать в неудачной форме — в виде вложений в краткосрочные требования к корпорациям или государству с возможностью мгновенного выхода. И они могут исчезать в неудачное время, когда соблазнительное повышение процентных ставок в странах-источниках позовет их обратно, а не после завершения проектов в странах-получателях. Как и в случае с динамитом, плюсы или минусы трансграничных потоков капитала зависят от того, как их использовать. К сожалению, среди мер политики нет явной панацеи, способной приручить притоки капитала. Даже если бы она и существовала, институты страны-получателя



зачастую оказываются не на высоте — от легких денег бывает трудно отказаться даже самым рациональным директивным органам. Страны-получатели, конечно, не являются единственными значимыми игроками. Особо важным фактором в «отталкивании» и «притягивании» трансграничных потоков капитала является курс денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой. Либеральная денежно-кредитная политика передается в страны-получатели через потоки капитала, повышение курса валюты, всплеск заимствований и повышение цен на финансовые активы и недвижимость. Все это меняется с ужесточением денежно-кредитной политики, хотя и с критически важным отличием. Нарастание корпоративных и государственных заимствований в стран-получателе на этапе смягчения политики вызывает финансовую уязвимость на этапе ее ужесточения.

Что могут сделать страны с формирующимся рынком для сокращения рисков, связанных с крупными, устойчивыми потоками капитала? Какую ответственность должны нести центральные банки в странах с развитой экономикой за воздействие их денежно-кредитной политики за рубежом, и какие шаги они могут предпринимать для ограничения этого воздействия? Какая роль принадлежит международным финансовым организациям, таким как МВФ?

Бум внутреннего кредита

Чтобы ответить на эти вопросы, нам необходимо понять, что происходит, когда в страну с формирующимся рынком приходит устойчивый приток капитала из-за рубежа. Возможно, полезной параллелью служит опыт отдельной компании во время подъема внутреннего кредита. Устойчивые ожидания высокой будущей ликвидности (в том смысле, что потенциальные покупатели активов состоятельны и способны платить высокую цену за корпоративные активы) могут стимулировать компании загружать свои портфели долговыми обязательствами; с точки зрения заемщика, долговое финансирование всегда приветствуется, поскольку позволяет заемщику вести бизнес, рискуя меньшим количеством собственных денег. С точки зрения кредитора, высокая ожидаемая ликвидность облегчает взыскание долга — если заемщик не заплатит, кредитор может забрать активы компании и продать их кому-то другому по высокой цене. Однако сочетание высокой доли заемных средств и высокой ожидаемой ликвидности также снижает управленческие стимулы обеспечивать наличие структур, сдерживающих ненадлежащее поведение руководства. Причина: если ожидается обилие финансирования, то зачем вводить дорогостоящие ограничительные структуры (такие, как надлежащие нормы учета и отчетности и безупречный аудитор), которые обеспечат доступ к дополнительному финансированию?

Динамику помогает объяснить аналогия с бумом на рынке недвижимости. Если банк, предоставляющий ипотечные

кредиты, знает, что может легко изъять дом за неплатежи и продать его с выгодой, поскольку дома продаются, как горячие пирожки, за большие деньги, зачем ему нужно проводить глубокий анализ заемщика, обратившегося за ипотечным кредитом, чтобы установить наличие у него работы или доходов? Во времена высокой ожидаемой ликвидности обходятся без обычных мер безопасности и комплексной оценки кредитов. Одним из результатов образования пузыря цен на рынке недвижимости США были печально известные кредиты NINJA для заемщиков без источников дохода, без работы и без активов.

Внезапное прекращение притока

Ухудшение организации управления не является проблемой, когда высокая ликвидность носит устойчивый характер, но оно создает проблемы, когда ликвидность иссякает, поскольку в этом случае мало что поддерживает способность корпораций привлекать заемные средства. Иными словами, ожидания высокой ликвидности создают условия, при которых корпорации начинают зависеть от сохранения ликвидности в будущем, чтобы иметь возможность пролонгировать свой долг. Если ожидания не материализуются, то происходит внезапная остановка финансирования. Это может случиться, даже если экономические перспективы для корпораций по-прежнему остаются радужными.

Я здесь описал модель корпоративного поведения, которая подробнее проанализирована в работе, написанной мной в соавторстве с двумя коллегами, — Дугласом Даймондом и Юнчи Ху. А теперь поменяем угол зрения и поместим эту компанию в страну с формирующимся рынком. Мы добавим три дополнительных допущения с учетом обширного массива данных по странам с формирующимся рынком. Во-первых, отечественные компании в стране с формирующимся рынком имеют значительную величину непогашенных займов, полученных из стран-источников или деноминированных в валюте этих стран. Как правило, страной-источником являются США, а валютой — доллар, хотя наш тезис носит более общий характер. (Авторы Gopinath and Stein, 2018, объясняют, почему отечественные компании принимают на себя валютный долг, и существует обширный корпус литературы с эмпирическими данными, подтверждающими это явление.)

Во-вторых, смягчение денежно-кредитной политики в стране-источнике подталкивает капитал, ищущий более высокой доходности, в сторону юрисдикций с более высокими процентными ставками, таких как страны с формирующимся рынком. Эти притоки повышают стоимость валюты страны с формирующимся рынком в долларовом выражении. Поскольку ряд компаний из страны с формирующимся рынком уже привлекали займы в долларах, результатом будут ожидания, что чистая стоимость их акти-

вов и, соответственно, ликвидность будет увеличиваться по мере уменьшения суммы национальной валюты, требуемой для погашения иностранных займов. Поскольку денежно-кредитная политика в странах-источниках агрессивно реагирует на низкий внутренний рост и нормализуется только по истечении длительного времени (особенно в эпоху низкой инфляции), потоки капитала в страну с формирующимся рынком могут оказаться значительными. Предвидя, что будущая покупательная способность отечественных компаний, которые заимствовали средства в долларах, будет расти по мере повышения курса валюты, кредиторы захотят значительно увеличить кредит другим отечественным компаниям уже сейчас. Это приводит к увеличению займов на начальном этапе и повышению цен на активы.

В какой-то момент времени денежно-кредитная политика страны-источника нормализуется — третий ингредиент. Ужесточение политики приведет к снижению курса валюты страны с формирующимся рынком, увеличению стоимости погашения внешних займов в местной валюте и в силу этого — к снижению корпоративной ликвидности. Кроме того, доля заемных средств намного выше в начале периода ужесточения политики, поскольку кредиторы прогнозировали высокую вероятность сохранения ликвидности. Погашение долга и способность пролонгировать долг снизятся не только из-за сокращения ликвидности, но и ввиду того, что корпоративному управлению не уделялось достаточно внимания. Сочетание высокой доли заемных средств и снижения потенциала обслуживания долга будет означать, что отечественные и иностранные кредиторы будут проявлять нежелание возобновлять кредиты. Если у компании изначально существовали значительные краткосрочные заимствования, снижение потенциала обслуживания долга может спровоцировать массовое изъятие средств и тем самым немедленно привести компанию к краху.

Хотя кризис будущей ликвидности может проистекать из изменения курса денежно-кредитной политики в стране-источнике, он необязательно связан с макроэкономической политикой страны с формирующимся рынком и ее способностью или неспособностью вызывать доверие. Иными словами, подъем и спад в стране с формирующимся рынком могут быть реально вызваны вторичными эффектами политики в стране-источнике.

Так называемая паника на финансовых рынках служит хорошим примером того, как изменение денежно-кредитной политики страны с развитой экономикой, или даже ожидание изменений, создает нежелательные последствия для стран с формирующимся рынком. В 2013 году Бен Бернанке, занимавший в то время должность председателя, дал понять, что Федеральная резервная система вскоре может приступить к «постепенному сокращению» покупок облигаций после длительного периода чрезвычайно

мягкой денежно-кредитной политики. Результатом был отток капитала из стран с формирующимся рынком и резкое сокращение активов и ослабление валют в странах с формирующимся рынком.

«Великая умеренность»

До последнего финансового кризиса у директивных органов складывалось ощущение, что мир достиг оптимума экономической политики, что способствовало «великой умеренности» экономической волатильности. В этом мире единственной целью денежно-кредитной политики была стабильность внутренних цен, и она достигалась посредством гибкого таргетирования инфляции. Позволяя обменному курсу реагировать по мере необходимости, эта система устраняла потребность во вмешательстве в валютные рынки или в накоплении резервов. Например, если бы в страну поступали потоки капитала, а обменному курсу было бы позволено повышаться, в конечном итоге приток капитала прекратился бы, поскольку перспектива будущего снижения курса валюты сокращала бы ожидаемую доходность.

Обширный корпус исследований, проведенных после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов, указывает на то, что успокаиваться слишком рано — вторичные эффекты от притоков капитала нельзя нейтрализовать, позволив обменным курсам повышаться. Наоборот, многие страны, поступившие именно так, обнаружили, что к ним притекает еще больше капитала в погоне за доходностью, реализованной инвесторами-предшественниками (Bruno and Shin, 2015).

Действительно, наша модель предполагает, что колебания обменного курса являются основной причиной колебаний корпоративной ликвидности в странах-получателях. Страны с формирующимся рынком часто обвиняли в манипулировании своими валютами с целью повышения конкурентоспособности экспорта. Но волнения по поводу торговой конкурентоспособности не должны служить причиной для боязни официальных органов стран-получателей разрешить своей валюте плавать или свободно двигаться относительно доллара. Их усилия по сглаживанию колебаний обменного курса, возможно, являются попыткой избежать широкой амплитуды доступности кредита и связанной с этим макроэкономической волатильности. Официальные органы стран с формирующимся рынком уже много раз наблюдали этот сценарий и знают, чем он заканчивается.

Конечно, многие страны с формирующимся рынком поняли, что им нужно формировать валютные резервы при угрозе устойчивого повышения курса национальной валюты. Покупки активов, таких как ценные бумаги Казначейства США, некоторыми странами с формирующимся рынком могут рассматриваться как повсеместный спрос на активы, которые считаются надежными. В действительности они могут быть попыткой помешать повышению курса валюты, даже при одновременном накоплении валютных резервов

с целью противодействия неминуемому понижению курса (Hofmann, Shin, and Villamizar-Villegas, 2019). Конечно, подобное вмешательство усугубляет моральный риск, поскольку корпорации могут осуществлять чрезмерные заимствования в иностранной валюте, рассчитывая на более низкий риск из-за сглаживания волатильности центральным банком. Вот почему некоторые страны с формирующимся рынком, такие как Китай и Индия, также пытаются контролировать внешние заимствования корпораций.

Скудный инструментарий

К сожалению, официальные органы страны-получателя имеют мало инструментов для управления потоками капитала, которые одновременно не вызывают существенных нарушений во внутренней экономике. Важно отметить, что ужесточение денежно-кредитной политики в стране-получателе угрожает привести к дальнейшему смещению валютной структуры корпоративных заимствований в сторону относительно более дешевых долларов и тем самым угрожает усугубить повышение курса национальной валюты. С другой стороны, более мягкая внутренняя денежно-кредитная политика может стимулировать избыточную кредитную экспансию.

Тенденция к подъемам и спадам в странах-получателях носит более ярко выраженный характер, когда дремлющая инфляция вызывает смягчение денежно-кредитной политики страны-источника в течение длительных периодов, как это было в последние десятилетия. С точки зрения страны-получателя, обещание «низкого уровня в течение длительного срока» в стране-источнике является обещанием устойчивой «легкой» ликвидности в стране-получателе — до тех пор, пока все не переменится. Это подразумевает наращивание значительной доли заемных средств и финансовой уязвимости. Неудивительно, что директивные органы стран с формирующимся рынком выражают обеспокоенность как устойчивой мягкой политикой в странах-источниках, так и возможностью резких перемен. Эти опасения не противоречат друг другу, а вытекают одно из другого.

Пространство для многосторонних действий

Несут ли страны-источники ответственность за эти вторичные эффекты? Мнение о том, что вторичные эффекты возникали в основном из-за недостаточной корректировки обменных курсов в странах-получателях, подразумевает, что не несут. Действительно, это мнение, которое разделяют центральные банки ряда стран с развитой экономикой, ориентированные на достижение своих внутренних целей. Трудно сказать, разделяли ли бы они по-прежнему эту точку зрения, если бы их мандаты также включали некоторый элемент международной ответственности. Другие признают возможность вторичных эффектов, но не видят никакой возможности изменить поведение стран-источников. Напротив, они концентрируют усилия на так называемой макро-

пруденциальной политике и показателях потоков капитала в странах-получателях, как это делает МВФ.

Но все же макропруденциальная политика имеет ограниченный охват — зачастую макропруденциальные органы контролируют только части финансовой системы, тогда как денежно-кредитная политика, как утверждал Джереми Стейн, проникает «во все щели». Этим мерам политики все еще предстоит доказать свою эффективность — создание динамических резервов капитала банками в Испании, возможно, выровняло кредитный цикл, но определенно не ликвидировало его фазы. Если смотреть шире, не нужно отказываться от использования макропруденциальных инструментов, но нужно сделать акцент на том, что может потребоваться множество инструментов.

Некоторые экономисты призывали принять правила денежно-кредитной политики, которые ограничивают действия центральных банков стран-источников при определенных обстоятельствах. Например, Мишра и Раджан (Mishra and Rajan, 2019) предлагают дать обычной денежно-кредитной политике «зеленый свет», но признать недопустимыми определенные разновидности нетрадиционных мер денежно-кредитной политики ввиду значительных неблагоприятных вторичных эффектов, которые они создают — аналогично тому, как до недавних пор порицали устойчивое однонаправленное вмешательство в обменный курс. Соблюдение подобных правил не было бы вопросом альтруизма. Страны, которые подписали Статьи соглашения МВФ, уже принимают ответственность за международные последствия своих действий. Эти правила ограничили бы деятельность центральных банков в чрезвычайных обстоятельствах, не меняя их мандатов и не требуя международной координации. Центральные банки тогда бы просто избегали мер политики, нарушающих правила. Действительно, Группа видных деятелей, которой Группа 20-ти поручила разработать изменения в мировой финансовой архитектуре, отметила потребность в «основанной на правилах международной системе, опирающейся на комплексную и развивающуюся базу данных... для консультирования в области экономической политики, посредством которой страны пытаются избежать мер политики с серьезными вторичными эффектами, сформировать устойчивые рынки и извлечь пользу из потоков капитала, одновременно управляя рисками финансовой стабильности». Она добавляет, что МВФ надлежит разработать основу, позволяющую странам-источникам «решать свои внутренние задачи, не допуская значительных международных вторичных эффектов».

Есть и еще одна интересная возможность. Наша модель указывает на то, что длительный период мягкой денежно-кредитной политики может привести к повышению доли заемных средств, завышению цен на активы и увеличению рисков для собственной финансовой стабильности страны-источника. Если бы денежно-кредитная политика, проводимая центральными банками в странах-источниках, включала

мандат на обеспечение внутренней финансовой стабильности, меры политики вполне можно было бы корректировать таким образом, что это одновременно обеспечивало сокращение внешних вторичных эффектов.

Конечно, мы все еще далеки от того, чтобы располагать данными и пониманием, необходимыми для создания основанной на правилах международной системы. Но все же мы уже проделали длинный путь. В большинстве случаев мы уже не обвиняем страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны в ненадлежащей ответной реакции на притоки капитала. Если нам нужно найти пути для правильного использования потоков капитала — так, чтобы удовлетворить потребности в сбережении стран с богатым стареющим населением при одновременном удовлетворении потребностей в финансировании стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, не способствуя периодическим кризисам, — странам придется дополнить свои суверенные процессы определения экономической политики международной ответственностью за недопущение значительных вторичных эффектов. Множество инструментов, ответственно используемых всеми странами, вкуче с проведением необходимых исследований, разработкой согласованной основы и борьбой с закоренелыми наруши-

телями со стороны МВФ может оказаться лучшим решением комплексной проблемы. **ФП**

РАГУРАМ РАДЖАН — профессор финансов в Школе бизнеса имени Бута при Чикагском университете и бывший управляющий Резервного банка Индии. Эта статья представляет собой краткое изложение лекции о модели Манделла-Флеминга, основанной на работе Даймонда, Ху и Раджана (Diamond, Hu, and Rajan, готовится к публикации), которую он прочитал в МВФ в 2018 году.

Литература:

Bruno, Valentina, and Hyun Song Shin. 2015. "Capital Flows and the Risk Taking Channel of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 71:119–32.

Diamond, Douglas, Yunzhi Hu, and Raghuram Rajan. Forthcoming. "Pledgeability, Liquidity, and Financing Cycles." *Journal of Finance*.

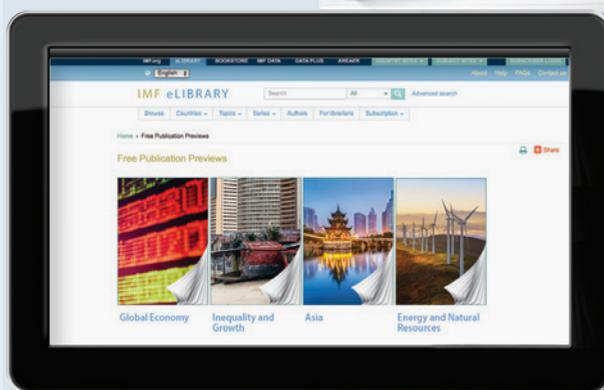
Gopinath, Gita, and Jeremy C. Stein. 2018. "Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency." Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Hofmann, Boris, Hyun Song Shin, and Mauricio Villamizar-Villegas. 2019. "FX Intervention and Domestic Credit: Evidence from High-Frequency Microdata." BIS working paper, Bank for International Settlements, Basel.

Mishra, Prachi, and Raghuram Rajan. 2019. "International Rules of the Monetary Game." In *Currencies, Capital, and Central Bank Balances*, edited by John Cochrane, Kyle Palermo, and John Taylor. Stanford, CA: Hoover Institution Press.

IMF eLibrary

Кратко ознакомиться с отдельными публикациями МВФ по вопросам мировой экономики, неравенства и роста, экономики Азии, а также энергетики и природных ресурсов можно на странице elibrary.imf.org



Бесплатные выдержки

М Е Ж Д У Н А Р О Д Н Ы Й В А Л Ю Т Н Ы Й Ф О Н Д