

ФР

&

ФИНАНСЫ и РАЗВИТИЕ

www.imf.org/fandd

Июнь 2008 года

Происходит ли расстыковка циклов
деловой активности?
Джонсон о ценах на продукты
питания и топливо
Что такое внебиржевые рынки
Интервью с Жаком Полаком



Кризис доверия

... и многого другого

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

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

Лора Уоллес

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ

Элиса Дил
Джереми Клифт
Арчана Кумар
Джеймс Рове
Саймон Уилсон

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ

Маурин Берке
Натали Хэрфилд

ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР

Луиса Менхивар

ХУДОЖНИК-ГРАФИК

Лай Ой Луи

ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА

Лиджун Ли
Келли Макколум
Ранда Элнагар

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА

Бас Бэккер
Эдуардо Боренштейн
Ян Виллем ван дер Воссен
Джеймс Гордон
Джеромин Зеттельмайер
Альфредо Куэвас
Пауло Мауро
Доменико Фаницца
Пол Хилберс
Адриен Чисти
Маселло Эстевао

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

подготовлено Службой переводов МВФ

КОНТРОЛЬНЫЕ РЕДАКТОРЫ ПЕРЕВОДА

Елена Фрейнкман
Олег Пивоваров

РЕДАКТОР

Александра Акчурина

КОМПЬЮТЕРНАЯ ВЕРСТКА

Татьяна Воронова

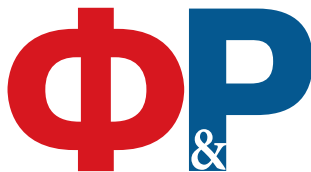
Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:

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 2008 • Выпуск 45 • Номер 2

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

КРИЗИС ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

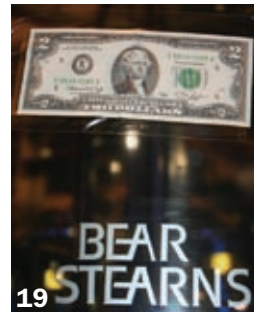
8 Кризис доверия... и многого другого
Улучшение стимулов для всех участников рынка имеет важнейшее значение для повышения финансовой стабильности
Лора Кодрес

14 Эпидемия: цепная реакция кризиса на рынке непервоклассных ипотек США
Последствия любой из множества проблем на ипотечном рынке США можно было бы ограничить, но в совокупности они вызвали кризис, распространившийся на весь мир
Рэндалл Додд и Пол Миллс

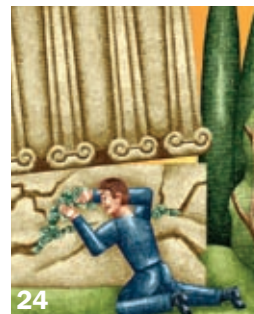
19 Азия: взгляд на кризис непервоклассных кредитов
Хотя броские фразы могут быть иными, между азиатским финансовым кризисом 1997 года и нынешним кризисом существует немало общего
Кор Хо-Эй и Кэй Жуй-Сюн

24 Полагаясь на больший собственный капитал банков
Кризис непервоклассных кредитов сделал реализацию системы «Базель-II» более важной и более сложной
Хаиме Каруана и Адития Нараин

29 Поможет ли «Базель-II» предотвратить кризисы или он их усугубит?
Существует две точки зрения относительно того, усиливает ли «Базель-II»
Хесус Саурина и Авинаш Д. Персо



19



24

А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

36 Сколько расстыковки? Сколько конвергенции?
Циклы деловой активности, вполне возможно, сближаются между промышленно развитыми странами и странами с формирующимся рынком, но между двумя этими группами
М. Эйхан Коуз, Кристофер Отрок и Ишвар Прасад

41 Поворачивая вспять динамику валютных курсов
Для того чтобы обеспечить эффективность валютных интервенций, центральным банкам потребуется работать сообща
Атиш Гош

46 История одного капитала
Резкое увеличение притока частных инвестиций в страны с низким уровнем дохода нерассказанная история успеха в развитии
Томас Дорси

50 В поле зрения, но пока еще вне досягаемости
По прошествии половины срока до целевой даты перспектива недостижения многих Целей в области развития Декларации тысячелетия вызывает все большую обеспокоенность
Зия Куреши



50

РУБРИКИ

- 2 **Краткие сообщения**
- 4 **Люди в экономике**
Джеймс Л. Роу берет интервью у Жака Полака
- 34 **Возвращение к основам**
Внебиржевые рынки: что это такое?
Рандалл Додд
- 44 **Представьте себе**
Преодоление технологического разрыва
Эндрю Бэрнс
- 53 **Книжное обозрение**
The VAT in Developing and Transitional Countries, Richard M. Bird and Pierre-Pascal Gendron
The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World, Tim Harford
- 55 **Крупным планом**
Алжир
- 56 **Откровенный разговор**
Саймон Джонсон
Автоматические «дестабилизаторы»
Почему высокие цены на продукты питания и топливо оказывают дестабилизирующее воздействие на мировую экономику в условиях замедляющейся активности

Иллюстрации: обложка и стр. 8 — Терри Уайднер; стр. 14, 17, 24 и 29 — Ричард Даунс.

Фотографии: стр. 2 — Нельсон Чин/Bloomberg News/Landov и Конрад Стеффен/MCT/Landov; стр. 3 — Нэнси Палмиери/AP Photo; стр. 5 — Фотостудия МВФ; стр. 6 — архивы МВФ; стр. 19 — Кристина Кук/Reuters/Landov; стр. 36 — Ульрих Баумгартен/Vario Images/Alamy; стр. 41 — М. Спенсер Грин/AP Photo; стр. 46 — Стив Рэймер/Corbis; стр. 50 — Майк Зефа/Corbis; стр. 53–54 и 56 — Фотостудия МВФ.

Рискованное поведение

ПОСЛЕДСТВИЯ того, что началось как кризис на рынке непервоклассных ипотек в США летом 2007 года, все еще ощущаются почти год спустя в поразительно широком спектре областей, таких как рынки, на которых банки предоставляют кредиты друг другу, краткосрочные коммерческие ценные бумаги, муниципальные облигации и даже студенческие ссуды, причем не только в США. Финансовые потрясения, которые в настоящее время приобрели глобальные масштабы, продолжают вызывать озабоченность относительно глобальной финансовой стабильности, что побудило «Ф&Р» задать вопрос: как распространился этот кризис, и что можно сделать, чтобы свести к минимуму вероятность повторного возникновения финансового кризиса подобного рода и последующей цепной реакции?

В июньском номере журнала этот вопрос рассматривается под целым рядом углов. В заглавной статье «Кризис доверия... и многого другого» утверждается, что источником проблемы и, следовательно, ее решением являются «стимулы, стимулы, стимулы». Однако осуществить меры по исправлению положения будет нелегко, учитывая, что на рынке, а также в системах регулирования надзора уже прочно укоренились ложные стимулы — те, что поощряли операторов рынка, инвесторов и кредитные учреждения к принятию слишком многих рисков, которые часто скрывались непрозрачными, сложными ценными бумагами и которым способствовал чрезмерный уровень заемных средств и слабые нормы кредитования.

В то время как директивные органы обсуждают способы изменения стимулов, авторы статьи «Эпидемия: цепная реакция кризиса на рынке непервоклассных ипотек США» высказывают мнение о том, что им следует учитывать следующие задачи: уменьшение доли заемных средств, улучшение управления ликвидностью, развитие проверки добросовестности и повышение прозрачности. И, как отмечают авторы, один из основных уроков заключается в том, что управление рисками в отдельных банках не должно быть столь узко направлено на защиту учреждения, что системные риски в основном остаются вне поля зрения. В двух других статьях ведется дискуссия о принимаемых в настоящее время мерах по оказанию поддержки банковским системам. Ее центральной темой является продолжение реализации системы, известной под названием «Базель-II» — международного стандарта величины капитала, который банки должны резервировать для урегулирования существующих и потенциальных финансовых и операционных рисков.

Авторы из Валютного управления Сингапура представляют точку зрения Азии на сходства и различия между азиатским финансовым кризисом 1997–1998 годов и кризисом на рынке непервоклассных ипотек США, а также размышляют о том, что могут сделать страны Азии и страны с формирующимся рынком в целом, чтобы сохранить свою устойчивость к текущим финансовым потрясениям.

* * * * *

После выпуска июньского номера журнала я оставлю пост главного редактора «Ф&Р», который занимала в течение шести с половиной лет. Мне доставляло огромное удовольствие решать сложные задачи, связанные с руководством этого издания, в частности, подготовку четырех номеров в год, которые позволяют нашей исключительно разнообразной читательской аудитории получить представление о важнейших вопросах в области финансов, экономики и развития, стоящих перед международным сообществом. Надеюсь, что вам понравились сборники статей, которые составлялись моими замечательными сотрудниками, и хочу поблагодарить всех вас за ваши отзывы, предложения и поддержку в течение этих лет.

Лора Уоллес,

главный редактор

Тающие горы

Ледники тают рекордно высокими темпами, и Программа ООН по окружающей среде (ЮНЕП) активно призывает страны согласовать новый пакт о сокращении выбросов, с тем чтобы воспрепятствовать исчезновению важнейшего источника воды для сотен миллионов людей во всем мире. Согласно поддерживаемой ЮНЕП Всемирной службе ледникового мониторинга (ВСЛМ), данные по примерно 30 наблюдаемым ледникам в девяти горных хребтах показывают, что средний темп таяния и утончения более чем удвоился в период между 2004/2005 и 2005/2006 годами — изменение, по крайней мере, частично связанное с повышением температуры в результате растущих выбросов загрязнителей.

«Последние показатели частично отражают то, что, по-видимому, является ускоряющейся тенденцией без четко различимого окончания», — предостерегает директор ВСЛМ Уилфрид Хейберли.



Гренландия (на фотографии) — одна из стран, теряющих ледовый покров рекордными темпами; Европа является одним из регионов, где наблюдается наиболее значительное уменьшение ледников.

Подсчитывая наличность

Индия стоит первой в списке стран, которые получают денежные переводы от граждан, проживающих в других странах. В 2007 году проживающие за границей индийцы перевели в страну 27 млрд долларов США. Следующими по счету крупнейшими странами-получателями являются Китай, Мексика и Филиппины, согласно изданию Всемирного банка «Миграция и денежные переводы в цифрах и фактах, 2008 год» (*Migration and Remittances Factbook 2008*). «Во многих развивающихся странах денежные переводы — единственный источник средств к существованию для малоимущих», — сообщил старший экономист и соавтор доклада Дилип Рата.

Хотя миграция между странами Юга почти равна по масштабам миграции из стран Юга в страны Севера, основным источником денежных переводов по-прежнему являются богатые страны, и в первую очередь — США. Кроме того, в 2005 году США были на первом месте по числу иммигрантов, которое составило 38,4 млн человек; за ними следует Россия (12,1 млн) и Германия (10,1 млн). Притом что в международной миграции преобладающую долю занимает добровольное перемещение людей, в докладе отмечается, что число беженцев и ищущих убежища составило 13,5 млн человек — 7 процентов от глобального числа мигрантов.

Рост размеров денежных переводов мигрантов привлекает внимание разработчиков экономической политики высокого уровня. По оценкам, в 2007 году зарегистрированные потоки денежных переводов во всем мире составили 318 млрд долларов США, из которых 240 млрд были направлены в развивающиеся страны. Эти потоки не включают неофициальные каналы, которые значительно увеличили бы объем денежных переводов.



Операции в филиппинских песо проводятся в центре денежных переводов в САР Гонконг.

Увеличение числа голосов

В качестве одного из важнейших шагов в направлении реформирования МВФ, Совет управляющих, высший руководящий орган организации, 28 апреля принял резолюцию об увеличении числа голосов более чем двух третей 185 государств-членов. В результате этих изменений участие и право голоса стран с формирующимся рынком и развивающихся стран повысится, а доли этих стран в общем числе голосов будут приведены в соответствие с их реальным экономическим весом в мировой экономике. Кроме того, два исполнительных директора, представляющие группы стран Африки, будут иметь возможность назначить дополнительного заместителя директора.

«В результате этих изменений структура квот и голосов в Фонде станет более динамичной и ориентированной на перспективу», — заявил Директор-распорядитель МВФ Доминик Стросс-Кан. Резолюцию поддержали 95 процентов государств-членов организации.

Реформа представительства стран является составной частью двухлетней программы, одобренной на Ежегодных совещаниях 2006 года в Сингапуре, в ходе которых были согласованы первоначальные специальные увеличения квот для Китая, Кореи, Мексики и Турции. Квота страны в МВФ в основном определяет ее число голосов в организации.

Чем меньше, тем лучше

В новом исследовании МВФ анализируется связь между размерами страны, размерами правительства, долгом и экономическими результатами и делается вывод о том, что малые государства в среднем имеют более крупные правительства и более высокий государственный долг, чем большие страны. Государства с меньшими размерами правительства и более низким государственным долгом, как правило, отличаются более быстрыми темпами экономического роста и являются менее уязвимыми.

Анализ, в котором используется новый набор бюджетных данных по 42 странам, показывает, что малые государства, как правило, имеют более высокие государственные расходы, в том числе на товары и услуги, заработную плату и оклады, и капитальные вложения.

В этом исследовании — IMF Working Paper 08/39, “Big Government, High debt, and Fiscal Adjustment in Small States” (Рабочий документ МВФ № 08/39 «Большое правительство, высокий долг и бюджетная корректировка в малых государствах») — говорится, что наиболее эффективным методом проведения бюджетной корректировки является сокращение расходов. Кроме того, результаты свидетельствуют о том, что улучшение государственного управления также может помочь малым государствам сократить государственный и внешний долг и, таким образом, содействовать бюджетной корректировке.



Владелица художественной галереи в Массачусетсе обслуживает клиента. За последнее десятилетие сфера услуг опередила сельское хозяйство, став ведущим работодателем для женщин.

Работающих женщин становится больше

Число работающих женщин в настоящее время выше, чем когда-либо, но им также чаще, чем мужчинам, достаются низкопроизводительные, низкооплачиваемые и уязвимые рабочие места без социальной защиты, основных прав или возможности участвовать в принятии решений на работе, говорится в новом докладе Международного бюро труда (МБТ).

Хотя 10 лет назад основным работодателем для женщин все еще было сельское хозяйство, в настоящее время большинство рабочих мест, занимаемых женщинами, обеспечивается частным сектором: из общего числа работающих женщин в 2007 году 36,1 процента были заняты в сельском хозяйстве, а 46,3 процента — в сфере услуг. Для сравнения, доли занятости мужчин в этих секторах составляли 34,0 процента в сельском хозяйстве и 40,4 процента — в сфере услуг.

В докладе «Глобальные тенденции занятости для женщин, 2008 год» (*Global Employment Trends for Women, 2008*) говорится, что число работающих по найму женщин за последнее десятилетие возросло почти на 200 млн, или 18,4 процента, достигнув 1,2 млрд в 2007 году, по сравне-

нию с 1,8 млрд мужчин. Но число неработающих женщин также возросло с 70,2 млн до 81,6 млн за тот же период. Во всем мире уровень безработицы среди женщин составлял 6,4 процента, что выше уровня безработицы среди мужчин в 5,7 процента.

В докладе также показано, что доля женщин, занимающих уязвимые рабочие места — то есть работающих без оплаты как члены семьи или являющихся самостоятельными хозяевами, — сократилась с 56,1 до 51,7 процента с 1997 года. Однако доля уязвимых работников среди женщин все еще больше, чем среди мужчин, особенно в беднейших регионах мира.

События 2008 года

3–4 июня, Париж, Франция

Изменение климата, процветание и стабильность /ОЭСР

9–11 июня, Кейптаун, Южная Африка

Конференция серии ABCDE: люди, политика и глобализация

26–27 июня, Базель, Швейцария

Седьмая ежегодная конференция БМР: проблемы денежно-кредитной политики

7–9 июля, Хоккайдо, Япония

Саммит Хоккайдо-Тояко Группы восьми основных промышленно развитых стран

3–5 августа, Мельбурн, Австралия

Министерское совещание АТЭС по структурной реформе

2–4 сентября, Аккра, Гана

Третий форум высокого уровня по вопросам эффективности помощи



SUBSCRIPTION ORDER FORM

Readers in developing countries can receive a free subscription. Others have to pay the cost of postage.

- **YES**, I am eligible for a **FREE** subscription because I reside in a developing country.

Full Name (Mr./Mrs./Ms./Miss) _____

Job Title _____

Name of Organization _____

Address _____

City _____

State/County _____

Postal/Zip code _____

Country _____

Business telephone number _____

Direct telephone number (if different) _____

E-mail address _____

Fax number _____

- If you do not reside in a developing country, you may have to pay for a subscription. Please see ordering information and a list of countries on the website: www.imfbookstore/f&d.

PAYMENT OPTIONS

- Payment enclosed. Please make checks payable to *International Monetary Fund*.
- Please charge my credit card: Visa/MasterCard/American Express

Card # _____ Expiration date: _____ / _____
(month) (year)

Signature: _____ (required on all orders) Date: _____

Return completed form to:
International Monetary Fund
Finance & Development
PO Box 2245
Williston, VT 05495-2245 U.S.A.

Or:
Fax: +1 (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore/F&D
Telephone: +1 (202) 623-7430

Наследие эlegantной модели

Джеймс Роу берет интервью у Жака Полака

ЖАК ПОЛАК, видный экономист XX века, новаторские исследования которого определили базовые подходы МВФ к экономике, в начале своей карьеры чуть было не стал бухгалтером. Поступая учиться в Университет Амстердама в 1932 году, 18-летний Полак планировал, что он будет работать в семейной бухгалтерской фирме. Однако принятая в Нидерландах новая более жесткая программа подготовки дипломированных бухгалтеров требовала, чтобы студенты, прежде чем приступить к изучению бухгалтерского учета, прошли курс экономики. В результате, как отметил Полак в своей устной автобиографии, рассказанной в МВФ в 2005 году, его цели «менялись вместе с окружающими условиями». Как и многие студенты эпохи Великой депрессии, Полак заинтересовался вопросами безработицы и экономики. После года параллельного обучения экономике и бухгалтерскому учету он передумал становиться бухгалтером.

Вместо этого он начал карьеру экономиста и международного гражданского служащего, которая длится 70 лет, в том числе 30 лет после его официального ухода на пенсию. Он поступил на работу в Лигу Наций, которая находилась уже на закате своей деятельности, а затем, спустя почти 10 лет, был принят в штат вновь созданного МВФ, где он работал над созданием модели международного экономического сотрудничества, общие принципы которой были сформулированы на Бреттонвудской конференции, где он принимал участие.

Как один из руководящих должностных лиц МВФ на протяжении трех десятилетий, он играл важную роль в развитии международной валютной системы, включая создание специальных прав заимствования (СДР) — международного резервного актива. Однако Полак и его коллеги соглашались в том, что его наиболее значимым вкладом в экономическую теорию и развитие Фонда явилась экономическая модель, названная его именем. Модель Полака давала денежно-кредитное объяснение платежным балансам стран, что позволяло экономистам анализировать причины их международных экономических дисбалансов. Кроме того, позволяя точно выявить причины проблем урегулирования платежного баланса, кривящиеся в создании внутреннего кредита, модель позволяла МВФ предписывать меры, которые страна должна принять для исправления ситуации.

МВФ, в котором Полак начал работать в 1947 году (и где в возрасте 94 лет он по-прежнему имеет свой кабинет), управлял международной валютной системой, основанной на фиксированных обменных курсах и центральными элементами которой служили золото и доллар США. Частный капитал играл незначительную роль, и к 1960-м годам основное беспокойство вызывала международная ликвидность — будет ли в мире достаточно долларов для обеспе-

чения объема операций между странами, необходимого для глобального экономического роста и процветания. Эта система трансформировалась в систему, при которой обменные курсы свободно колеблются под воздействием рыночных сил, а роль золота практически исчезла. В настоящее время в международной финансовой системе доминируют потоки частного капитала.

Занимая руководящую должность в МВФ с 1958 по 1979 годы, Полак участвовал в принятии подчас трудных экономических и политических решений, которые обусловили преобразование системы: переговоры о предоставлении кредитов МВФ Соединенному Королевству в 1965 и 1967 годах, создание СДР и прекращение глобальной системы фиксированных обменных курсов в начале 1970-х годов. Позднее, в 1981–1986 годах, он являлся исполнительным директором от Нидерландов, и в его группу стран входили две страны с социалистической экономикой, которые обращались за помощью к МВФ.

Великая депрессия

Возможно, как и подбоает экономисту, пришедшему в науку в годы Великой депрессии, Полак посвятил свой первый крупный труд, докторскую диссертацию 1937 года, исследованию вопроса об использовании общественных работ для противодействия экономическому спаду. При написании работы он консультировался с Яном Тинбергеном, который в 1969 году стал одним из лауреатов первой Нобелевской премии в области экономики. Тинберген к тому времени уже разработал эконометрическую модель экономики Нидерландов, и на подходе была его модель для экономики Соединенных Штатов. К 1937 году Тинберген переехал из Амстердама в Женеву для проведения эконометрических исследований циклов деловой активности по поручению Лиги Наций. Он предложил Полаку стать его помощником.

Это было интересное время для Полака, когда его рабочий стол находился перпендикулярно столу Тинбергена. «Я имел возможность практически “впитывать” в себя его метод работы», — написал Полак во введении к собранию своих трудов. «В этом кабинете я получил больше знаний по математике и, полагаю, экономике, чем за все свои студенческие годы. Работа, которая велась в Женеве, находилась на переднем крае экономики и эконометрики... Тем для журнальных статей было больше, чем раскрашенных яиц на Пасху».

В Женеве в начале 1939 года, вскоре после возвращения Тинбергена в Нидерланды и незадолго до начала Второй мировой войны, Полак написал свои первые работы на английском языке. В своей первой работе он использовал составленную Тинбергеном эконометрическую модель Соединенных Штатов для оценки предельной склонности к потреблению средних работников, людей с высокими доходами, а также фермеров, на основании которой он рас-



считал мультипликатор Кейнса — эта концепция поясняет конечное влияние увеличения расходов на доходы и выпуск продукции.

Готовясь к окончанию войны

Однако по мере разрастания войны в Европе Полак и его коллеги занялись иными вопросами. Предвидя окончание военных действий и готовясь к новому мирному времени, они попытались извлечь уроки из Версальского договора, которым закончилась Первая мировая война и который Полак называл «халтурным», а также из той неверной экономической политики, которые проводили многие страны в период между двумя войнами.

К лету 1940 года половина Франции была оккупирована, и немецкие войска подошли к границе Швейцарии. «Некоторые важные люди в Соединенных Штатах», — как вспоминал Полак, хотели видеть продолжение работы, начатой в Лиге Наций, несмотря на то что Соединенные Штаты не были членом организации, и убедили правительство США перевезти экономистов Лиги в Институт передовых исследований при Принстонском университете.

Для этого нужно было перевезти на автобусе 10 экономистов с семьями из Женевы в Барселону, где царил режим Франко, по территории оккупированной Франции, «через две границы в период, когда все дипломатические отношения были крайне напряжены», а затем оправить их поездом в Португалию, где они должны были сесть на пароход. Как заявил Полак Ф&Р, это было «невероятно трудное» путешествие, которое началось с того, что автобус столкнулся с грузо-

вым поездом и съехал в низину, и все тщательно составленные планы тут же разрушились.

Однако группа уцелела, добралась до Соединенных Штатов и поселилась в Принстоне, где в течение следующих трех лет Полак писал доклады по таким вопросам, как продовольственная помощь, проблемы урегулирования платежного баланса стран, бравших внешние займы для восстановления экономики, и падение обменных курсов в Европе в 1920-е годы. В апреле 1943 года Полак поступил работать экономистом в посольство Нидерландов в Вашингтоне, причем на первый же его рабочий день пришлось публикация в *New York Times* сообщений о разработке Великобританией и США планов в отношении послевоенной экономической системы. Он стал представителем Нидерландов на подготовительных совещаниях, предшествовавших Бреттонвудской конференции, а также членом делегации Нидерландов на самой конференции в июле 1944 года. По его словам, государства, создавшие так называемые бреттонвудские учреждения — МВФ и Всемирный банк — были едины во мнении о том, что «крайне важно», чтобы послевоенный период «был обустроен значительно лучше», чем период после Первой мировой войны. «Так и получилось».

Работа в МВФ на его начальном этапе

Вскоре после Бреттонвудской конференции Полак поступил на работу в Администрацию Организации Объединенных Наций по вопросам помощи и послевоенного восстановления, которая была создана годом раньше для оказания помощи странам Европы и Азии в восстановлении разрушенного войной хозяйства и решении проблемы беженцев. Однако после того как в 1946 году Соединенные Штаты перестали поддерживать эту организацию, Полак, по его словам, «сильно нуждался в работе».

Первым директором Исследовательского департамента еще только организовывавшегося МВФ был Эдвард Бернштейн, который как сотрудник Министерства финансов США являлся одним из ключевых участников Бреттонвудской конференции. Он предложил Полаку должность директора Статистического отдела Исследовательского департамента при том понимании, что, если первый директор-распорядитель МВФ Камий Гутт утвердит это назначение, эконометрические исследования будут сосредоточены в этом отделе. Бывший министр финансов Бельгии Гутт знал Полака еще по его работе в посольстве, когда Бельгия и Нидерланды сотрудничали в разработке обменных курсов бельгийского франка и голландского гульдена к доллару США для использования союзниками после того, как эти две страны будут отвоены у немцев. Гутт одобрил это назначение, но из осторожности сделал одну оговорку. Он только что направил на утверждение Исполнительного совета назначения нескольких начальников отделов и считал, что какое-то время не сможет представить назначение Полака. Гутт сказал Полаку, что если тот согласен пойти на риск, будучи назначенным на должность ретроактивно, то он может приступить к работе с 1 января 1947 года. «Поскольку у меня не было других хороших предложений, я согласился», — говорит Полак.

Он решил продолжить работу над своей моделью мировой экономики 1939 года. Это была простая конструкция, которая включала всего восемь стран: Соединенные Штаты, Соединенное Королевство, Францию, Бельгию, Чехословакию, Норвегию, Нидерланды и Швецию. Но такая модель создавалась впервые. Он расширил модель, включив в нее 25 стран и несколько дополнительных поведенческих уравнений и, в ко-



Жак Полак (второй стоящий слева) на заседании Исследовательского департамента, первые годы существования МВФ.

нечном итоге, опубликовал ее в виде книги в 1954 году. Один из выводов заключался в том, что более чем наполовину спад в мировой торговле в годы Великой депрессии явился результатом сокращения спроса в Соединенных Штатах. Эта модель и ее методология стали основой раннего эконометрического моделирования мировой экономики сотрудниками МВФ, и в этом смысле она явилась предшественницей тех значительно более сложных моделей, которые МВФ использует в настоящее время.

«Торговая модель была первой в своем роде и этим она знаменита», — говорит Джон Уильямсон из Института международной экономики Петерсона, бывший коллега Полака по работе в МВФ в конце 1970-х годов. «Предшественников не было», — продолжает он, хотя последователей было много, «и модели быстро стали значительно более сложными». Однако, как отмечает Уильямсон, иначе сложилась ситуация с необычайно простой, но крайне верной теорией Полака о взаимосвязи между денежной массой и платежным балансом страны. Эта модель, опубликованная в 1957 году, выдержала испытание временем.

Модель Полака

Полак не просто создал новую методику понимания причин международных финансовых дисбалансов стран, его модель показывала, какие меры политики МВФ может рекомендовать странам для исправления этих дисбалансов. «Должно быть, существуют сотни работ, которые основаны на модели Полака, и сотни программ МВФ, в которых она используется», — говорит Мохсин Канн, Директор Департамента стран Ближнего Востока и Центральной Азии. Ее гениальность состоит в том, что она смогла «объединить теорию с операционной работой», — продолжает Канн, написавший в Лондонской школе экономики под руководством профессора Гарри Джонсона, разработавшего аналогичную теорию, докторскую диссертацию по денежно-кредитным методам урегулирования платежного баланса.

Нобелевский лауреат Милтон Фридман (ныне покойный) утверждал, что любая теория должна обладать предсказательной способностью и быть простой, т.е. она должна работать не хуже, а может быть и лучше, чем другие модели, но требовать значительно меньший объем информации. Базовая модель Полака элегантна в силу своей простоты, а также тех данных, которые для нее необходимы. В ней используется всего четыре уравнения. В 1997 году в статье, посвященной 40-летию модели, Полак писал, что ее простота была продиктована реалиями того времени.

- В первые послевоенные годы не было достаточных данных и достаточных моделей.
- Только модель, ограниченная небольшим числом крайне важных переменных, могла найти «широкое общее применение».
- Экономическая политика должна была быть сосредоточена на переменной, которую власти страны могли контролировать, чтобы воздействовать на платежный баланс, — в данном случае на создании внутреннего кредита.
- Полак начал с предположения о том, что в экономике, которая открыта по отношению к внешнему миру и курс валюты которой является привязанным, денежная масса не является инструментом политики, которым власти могут независимо распоряжаться — как многие считали в то время, — так как она отражает платежный баланс страны, сумму ее финансовых взаимоотношений с остальным миром.

«Его модель выводит формальное взаимоотношение между изменениями внутреннего компонента денежной массы (внутренним кредитом) и изменениями международных резервов, которое затем может быть использовано для определения политики», — объясняет Канн. — «В частности, с операционной точки зрения, модель Полака позволяет определить стоимость внутреннего кредита, которая согласуется с желаемой позицией по платежному балансу. Такова основа программ Фонда. Мы выбираем целевой показатель платежного баланса (или международных резервов) и выводим соответствующий ему уровень внутреннего кредита, в результате чего мы получаем «предельные размеры кредита», столь широко используемые в программах МВФ».

Модель Полака и модель мировой торговли сыграли важную роль в определении деятельности МВФ в первые годы его существования. Позднее, когда Полак взял на себя больше обязанностей, сменив Бернштейна на посту директора Исследовательского департамента в 1958 году и получив должность экономического советника МВФ в 1966 году, во главе его повестки дня часто стояли другие потребности организации. «Исследовательская работа в МВФ должна была решать операционные потребности МВФ», — пояснял он. К ним относятся роль золота, уровень резервов стран, который страна может считать достаточным, равновесие обменных курсов или разумная формула доступа стран к механизму компенсационного финансирования, учрежденному в 1963 году для оказания помощи государствам-членам, пострадавшим от временного спада экспорта. «Значительная часть моего времени ежедневно была посвящена тушению разных мелких пожаров, в процессе которого я узнавал много нового о международной валютной системе и МВФ».

За годы работы в МВФ и позднее им были написаны многочисленные работы на такие темы, как последствия девальвации ведущих европейских валют в 1949 году (1951 год), недостаточный в целом уровень международных резервов в годы после Второй мировой войны (1952 год), выбор валютного режима для развивающихся стран (1988 год) и вопросы, касающиеся стран с переходной экономикой и валютных курсов (1991 год). На протяжении большей части 1960-х и 1970-х годов он руководил исследовательской деятельностью в Фонде по международному ликвидному активу, включая создание СДР. Были выпущены два сборника его работ (Polak, 1994; Polak, 2004). Более того, Полак являлся «наставником, а не просто начальником поколений экономистов-исследователей в Фонде. Больше чем кто-либо другой, Жак Полак способствовал тому, что МВФ стал организацией, в которой серьезные экономические исследования применяются для ре-

шения практических проблем политики», — рассказывает историк МВФ Джеймс Боутон. В знак признания вклада Полака, МВФ назвал его именем свою ежегодную исследовательскую конференцию.

Однако он не всегда занимался только серьезной наукой. Полак умудрился найти время, чтобы применить, как он говорил, «угрюмую науку» в развлекательной игре. Он использовал экономические инструменты, чтобы «методом правил» добиваться максимально возможного числа очков в популярной настольной игре Scrabble (см. вставку).

Необычный пенсионер

Последнее задание Полака до его выхода в отставку из МВФ раскрывало широкие возможности для стабилизации международной валютной системы. Растущая глобальная нехватка долларов США в 1960-х годах привела к созданию в 1969 году СДР — резервного актива, который страны могли использовать во взаимных расчетах и который не зависел от платежных дисбалансов в ключевых странах. Масса долларовых резервов, например, зависела от дефицита платежей США, что подрывало стоимость доллара. МВФ мог эмитировать СДР во многом по аналогии с тем, как центральный банк страны, например Федеральная резервная система США, эмитирует доллары. Однако вскоре после того, как первые СДР были выпущены, глобальная нехватка ликвидности прекратилась, что во многом было связано с дисбалансами в США.

Экономическая теория в приложении к игре Scrabble

В течение длительного периода выздоровления после хирургической операции в 1955 году Жак Полак занимал свободные часы игрой в популярную настольную игру Scrabble. Довольно быстро он решил применить к игре в слова методы экономического анализа, используя такие широко распространенные понятия, как мультипликатор Кейнса и максимизация прибыли Маршалла, для разработки формулы, позволяющей игроку набирать максимально возможное число очков.

Основополагающая ошибка, которую совершают неопытные игроки, заключается в том, что они, получая ход, пытаются каждый раз добиться максимального числа очков, а эта стратегия, на жаргоне экономистов, влечет издержки «упущенной возможности получить большее число очков с помощью той же буквы в другом слове», — предположил Полак в статье, опубликованной в 1955 году в журнале *American Economic Review*.

Полак разработал формулу «максимизации прибыли» для оптимального сложения слов из 100 букв, которые получает игрок, назначив «стоимость» букв от 1 для таких часто встречающихся букв, как E, до 10 для редко используемых букв, таких как Q и Z.

Он выдвинул три правила:

- Буквы с номинальной стоимостью 1 и 2 должны, а буквы с номинальной стоимостью 3 могут использоваться в любое время.
- Буквы с номинальной стоимостью 4 и 5 должны использоваться только в том случае, если они позволяют получить двойное количество очков, но не должны придерживаться для получения тройного количества очков.
- Буквы с номинальной стоимостью 8 и 10 должны почти всегда придерживаться для получения тройного количества очков.

Производные из этих правил могут быть сложными, но они «могут легко соблюдаться на практике даже начинающими игроками», — сделал он вывод. И, как заявил Полак спустя много времени после публикации статьи, он всегда следовал этим правилам. К сожалению, он регулярно проигрывал жене, которая совершенно не интересовалась приложением экономической теории к игре Scrabble.

К концу 1970-х годов нехватка ликвидности, возможно, прекратилась, но, по мнению Полака, СДР по-прежнему мог играть полезную роль. Показатели экономики США были низкими, курс доллара США с трудом удерживался, и в международной финансовой системе назревала нестабильность. Ситуация в сентябре 1978 года «показалась мне идеальной» для того, чтобы выступить с радикальным предложением перед вновь назначенным Директором-распорядителем МВФ Жаком де Ларозьером «на которое тот отреагировал крайне положительно», — вспоминает Полак. Это предложение заключалось в создании специального «счета замещения», на который страны могли депонировать нестабильные доллары, которые они не хотели хранить в своих авуарах, и получить взамен СДР. Этот счет закреплял за СДР роль ведущего актива и, по мнению сторонников данного предложения, таких как Полак, способствовал международной финансовой стабилизации.

Де Ларозьер «смог заинтересовать заместителя министра финансов [США] Энтони Соломона, и ... эта идея держалась втайне между нами и [заместителем Директора-распорядителя Уильямом] Дейлом в МВФ» до конца 1979 года. Исполнительный совет МВФ согласился с идеей, и она была представлена готовой для утверждения на заседании Временного комитета, директивного органа МВФ, в апреле 1980 года в Гамбурге. Полак оставался на работе еще несколько месяцев после формального выхода в отставку в конце 1979 года, чтобы помочь де Ларозьеру во введении счета. Однако это предложение неожиданно потеряло поддержку, что частично объяснялось укреплением доллара. Страны, не склонные к изменениям, поддерживали идею счета, потому что не видели другой альтернативы, а не потому что она им нравилась, говорит Полак. Когда доллар укрепился, «они понадеялись на возможность сохранения существующей системы», и «шанс для ее радикального изменения был упущен».

Период отдыха после ухода с работы в МВФ был непродолжительным. В 1981 году Полак согласился на предложение правительства Нидерландов, которое он отверг четырьмя годами ранее, стать Исполнительным директором от Нидерландов и возглавить группу стран, в которую также входили Югославия, Румыния, Кипр и Израиль. Из этих пяти стран наиболее трудной и разочаровывающей была работа с Югославией, что явилось предвестником ряда трудностей, с которыми столкнулись страны Восточной Европы после распада советского блока. Помимо решения этих проблем, как заявил Полак Ф&Р, он пришел к выводу о том, что, будучи членом Исполнительного совета, исполнительный директор от небольшой страны может «играть очень важную роль, являясь частью сознания Совета».

В последние годы, которые также охватывают период его пребывания в должности Президента Фонда МВФ им. Пера Джекобсона с 1987 по 1997 годы, Полак отстаивал преобразование «МВФ в более традиционную и доступную для понимания финансовую организацию». По словам Боутона, Полак «провел начальную работу над реструктуризацией баланса МВФ. Его цель состояла в полном устранении роли авуаров в национальной валюте и воссоздании МВФ как финансового учреждения, основанного исключительно на СДР. Это предложение не было (или еще не было) принято, но оно привело к реструктуризации баланса таким образом, что он стал значительно более прозрачным и значительно больше напоминает баланс обычного банка». ■

Джеймс Л. Роу — штатный старший редактор издания «Финансы и развитие».



Кризис доверия ... И МНОГОГО ДРУГОГО

Лора Кодрес

ТЕКУЩИЙ кризис, поразивший развитые финансовые рынки — худший за несколько десятилетий, и он еще не окончен. В преддверии кризиса низкие номинальные процентные ставки, обильная ликвидность, низкая изменчивость финансовых рынков и общее ощущение самоуспокоенности подталкивали многих инвесторов к принятию более высокого риска. Предполагалось, что благоприятные условия, существовавшие на финансовых рынках в течение длительного времени, должны сохраниться, глобальный экономический рост был устойчивым, а предыдущие эксцессы, связанные со вздутыми ценами на акции Интернет-компаний, казались далеким прошлым. Коротко говоря, многие верили в новую парадигму финансовых рынков. Как следствие, инвестиции в более рискованные активы и стратегии стали нормой, причем зачастую они осуществлялись со слабым пониманием фундаментальных рисков и недостаточным капиталом для их поддержания.

Несмотря на неоднократные предостережения официального сектора об ущербе, который могут причинить финансовой стабильности усиленные «поиски доходности», стимулы частного сектора продолжали поощрять дальнейшее принятие риска. К весне 2007 года даже высшие руководители некоторых крупнейших финансовых учреждений начали проявлять общественную озабоченность, в частности, относительно структурированных кредитных ценных бумаг, обеспеченных непервоклассными ипотеками, и мягкости условий предоставления кредитов, которые способствовали приобретению активов за счет заемных средств. Однако поскольку процентные ставки оставались низкими, а ликвидность — обильной, спрос на структурированные кредитные продукты, имеющие рейтинг AAA и приносящие более высокую, чем обычно, доходность, продолжался беспрепятственно до середины 2007 года (см. рис. 1). Органы надзора располагали недостаточной информацией и влиянием для того, чтобы остановить распространение ценных бумаг с завышенными ценами. Поэтому конкурентное давление, побуждавшее выпускать и продавать такие продукты, было настолько сильным, что — как сообщил репортеру Чарльз Принс, исполнительный директор Citigroup, в начале июля прошлого года — высшее руководство полагало, что «пока играет музыка, надо подниматься и танцевать».

Как и во многих предыдущих кредитных кризисах, причиной первой серии убытков было ослабление стандартов кредитования во время кредитного ажиотажа. Хотя это событие было вызвано растущим числом случаев неплаты в срок ипотечных ссуд в США, особенно на рынке непервоклассных ипотек, «эффекты домино» оказались чрезвычайно серьезными. Непрозрачность и сложность разрастающегося массива структурированных кредитных продуктов скрывали местонахождение, размеры и уровень левериджа позиций, имевшихся у финансовых учреждений — иногда даже от них самих. Кроме того, расширяющиеся последствия кризиса явились неожиданностью для многих инвесторов и вызвали их беспокойство. Решение этих проблем будет нелегким делом, так как стимулы, лежавшие в основе кризиса, глубоко укоренились в поведении частного сектора и в некоторых случаях даже поощряются существующими нормативами. Но эти проблемы заслуживают серьезного внимания, так как последствия кризиса должны затронуть широкие слои средних граждан во многих странах.

История развертывания кризиса

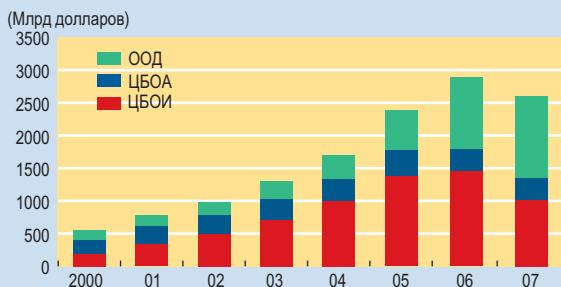
Почему же кризис приобрел такую остроту? Это — первый случай, когда рынок сложных структурированных кредитных продуктов подвергся испытанию в период замедления экономической активности. Спрос на ценные

Улучшение стимулов для всех участников рынка имеет важнейшее значение для повышения финансовой стабильности

Рисунок 1

Очень сложные продукты

Эмиссия европейских и американских структурированных кредитов резко увеличилась.



Источники: Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co.; и Европейский форум по секьюритизации. Примечание. ООД = облигации, обеспеченные долговыми обязательствами; ЦБОА = ценные бумаги, обеспеченные активами, включая кредиты автовладельцам, кредитные карты и т.д. и исключая ЦБОИ; ЦБОИ = ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, включая ЦБОИ, выпущенные агентствами США.

бумаги с рейтингом AAA, приносящие высокий доход, заставлял эмитентов структурированных кредитных продуктов включать в них базовые кредиты все более низкого качества, с тем чтобы удовлетворять спрос на такие продукты, рассекая поступающие потоки денежных средств вдоль и поперек на многочисленные транши, позволявшие выплачивать некоторые части в первую очередь инвесторам, что служило обоснованием рейтинга AAA (см. вставку). Эти ценные бумаги с высоким рейтингом и высокой доходностью было нетрудно продавать многим страховым компаниям, пенсионным фондам и другим, более мелким, банкам, разбросанным по всему миру. Другим инвесторам, например, хеджевым фондам и тем, кто был готов принять на себя больший риск, также представлялась привлекательной доходность тех частей этих структурированных ценных бумаг, которые имели более низкий рейтинг.

В условиях стабильной финансовой конъюнктуры и избытка ликвидности инвесторы не считали необходимым обращать большое внимание на риски, связанные со сложными структурированными продуктами, которые они приобрели — наоборот, они полагали, что в случае необходимости смогут вернуть или продать эти продукты другим участникам рынка. Они были уверены, что рейтинговые агентства надлежащим образом оценивают риски. Оглядываясь назад, очевидно, что слишком большое значение придавалось присваиваемым рейтингам, и слишком малое — документации по продуктам продуктов или независимой проверке лежащих в их основе инструментов.

Эти сложные продукты пострадали как от ухудшения качества базового залогового обеспечения (в основном непроволасных ипотек, предоставленных в конце подъема), так и от недостаточного понимания того, как эти структуры будут работать в период экономического спада или после окончания срока действия привлекательно низких процентных ставок, которые изначально были установлены по этим кредитам. Связи между кредитами или другими видами ценных бумаг не проходили достаточного стресс-тестирования в ситуации циклического спада на рынке кредитов, когда эти связи, как правило, усиливаются, или снижения цен на жилье в США в национальном масштабе. Кроме того, хотя агентства

кредитного рейтинга всячески пытались подчеркнуть, что они оценивали только риск фактического дефолта (то есть кредитный риск), эти продукты заключали в себе также ликвидный и рыночный риски — риски, которые часто игнорировались инвесторами. Ликвидный риск — это риск того, что держатель инструмента может оказаться не в состоянии быстро продать его по текущей цене, а рыночный риск — это риск того, что на стоимости ценной бумаги могут сказаться другие рыночные условия, такие как траектория процентных ставок в более общем плане.

Хотя инвесторы, возможно, не вполне сознавали масштабы рисков, которые они принимали (за что они несут ответственность), в широком распространении структурированных кредитных продуктов определенную роль сыграла также структура стимулов агентств кредитного рейтинга. Эмитенты структурированных продуктов запрашивали рейтинги для различных траншей риска в рамках конкретной структуры. Если размеры или характеристики различных траншей казались неадекватными, чтобы получить рейтинги, необходимые для удовлетворения предполагаемого спроса на эти транши, рейтинговые агентства предлагали структурные изменения (например, более повышенный уровень залогового обеспечения), чтобы достичь их. Очевидно, что такое «взаимодействие» между эмитентами структурированных продуктов, которые платили за рейтинги, и рейтинговыми агентствами, которые поставляли их, как самое меньшее подрывало независимость процесса установления рейтингов.

Истощение ликвидности

Более серьезная напряженность возникла тогда, когда обнаружилось, что методы финансирования, которые использовались банками для того, чтобы держать эти неликвидные, с трудом поддающиеся стоимостной оценке структурированные кредитные продукты, страдали серьезными недостатками. Многие из таких продуктов хранились внебалансовыми структурами, которые создавались крупными банками (как правило, компаниями структурированного инвестирования (КСИ) и компаниями-кондуитами), чтобы воспользоваться преимуществами действовавшими в отношении них более низких норм капитала, что позволяло увеличивать долю

Что такое структурированное финансирование?

Структурированное финансирование, как правило, связано с агрегированием набора различных базовых рисков (таких как рыночный или кредитный риски) путем объединения инструментов, подверженных этим рискам (например, облигаций, кредитов или ценных бумаг, обеспеченных ипотекой), и последующего разделения итоговых потоков денежных средств на «транши», или доли, выплачиваемые различным держателям. Выплаты из пула держателям этих траншей производятся в определенном порядке, начиная со «старших» траншей (наименее рискованных) и далее вниз по различным уровням до младших субординированных траншей (наиболее рискованных) (см. рисунок).

Если часть ожидаемого притока денежных средств не поступает в пул (например, в связи с дефолтом по некоторым кредитам), тогда, после исчерпания резерва денежного потока держатели младших субординированных траншей первыми испытывают дефицит выплат. Если платежи в пул еще больше сокращаются, полных платежей не получают держатели следующего набора траншей («мезанинный» транш).

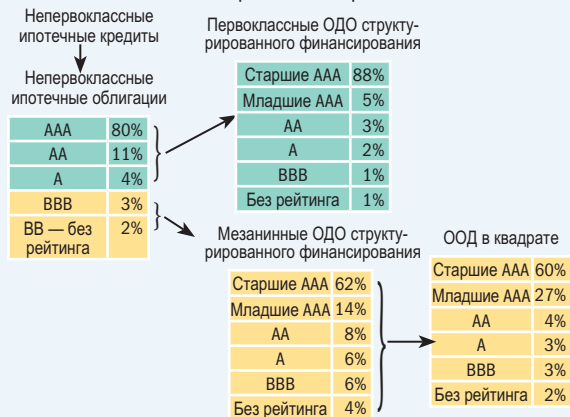
Как правило, самые старшие и старшие транши на вершине структуры капитала строятся таким образом, что они получают кредитные рейтинги AAA, то есть для них вероятность неполучения обещанных платежей очень низка.

До июля 2007 года, когда разразился финансовый кризис, выпуск продуктов структурированного кредитного финансирования возрастал экспоненциальными темпами. Например, эмиссия отдельных структурированных кредитных продуктов

в США и Европе увеличился с 500 млрд долларов в 2000 году до 2,6 трлн долларов в 2007 году.

Очень сложные продукты

Структурированные кредитные продукты разделены на множество слоев по вертикали и горизонтали.



Источник: оценки персонала МВФ.
Примечания. ООД = облигация, обеспеченная долговыми обязательствами. Процентные представляют долю облигации в соответствующем транше.

заемных средств по другим частям банковских балансов. Компании-кондуиты финансировались за счет более краткосрочных коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами (КБОА), тогда как обязательства КСИ примерно на одну треть состояли из КБОА и на две трети — из более долгосрочных финансовых инструментов. Проблема заключалась главным образом в непрозрачности: точный размер авуаров этих структур был неясен инвесторам в КБОА; а стратегия финансирования в общем случае не была известна ни широким кругам инвесторов, ни отдельным органам банковского надзора.

Когда доверие стало снижаться, многие держатели КБОА, обеспеченных неликвидными структурированными кредитными продуктами, обналчили свои авуары, сократили сроки погашения, которые они готовы были принимать, или потребовали более высоких ставок доходности, особенно если они подозревали, что хранимые кредитные продукты связаны с непервоклассной ипотекой. Многие КСИ и компании-кондуиты пользовались доступом к обусловленным кредитным линиям, которые предоставлялись им материнскими банками на случай, если покупатель КБОА решат не пролонгировать свои ценные бумаги. Истощение рынка КБОА в августе 2007 года привело к тому, что межбанковский рынок стал в значительной мере неликвидным, поскольку некоторые из этих кредитных линий были полностью израсходованы или же в связи с тем, что банки принимали активы КСИ или компаний-кондуитов на свои балансы, чтобы избежать риска потери репутации в глазах инвесторов. Поскольку банки перестали точно понимать свои собственные потребности в ликвидности, они запасали ее впрок, что еще больше усугубляло неликвидность межбанковского рынка.

На начальном этапе центральные банки оказывали финансовой системе экстренную помощь в пополнении ликвидности, но потребность в ней стала хронической, и у центральных банков появилась необходимость в разработке новых способов ее предоставления. Для того чтобы адаптироваться к продолжавшемуся сокращению ликвидности, ведущие центральные банки, как правило, вносили изменения в свои операции (некоторые — в большей степени, чем другие). В ряде случаев для поддержания функционирования межбанковского рынка центральным банкам приходилось принимать новые виды залогового обеспечения, которое иногда было более низкого качества.

Несмотря на поддержку ликвидности центральными банками и, в ряде случаев, снижение процентных ставок интервенции, кризис углубился и расширился. Убытки крупных финансовых учреждений теперь включали не только те, которые относились к непервоклассным ипотечным кредитам в США (то есть убытки по самим этим кредитам и по связанным с ними структурированным продуктам), но и потери по креди-

там с высоким уровнем левириджа и связанным с ними структурированным продуктам, другим видам ипотек в США, коммерческой недвижимости и корпоративным кредитам, так как отсутствие кредитной дисциплины в прошлом становилось очевидным по мере ухудшения экономической конъюнктуры. С учетом всего этого, согласно оценкам МВФ, связанные с США убытки финансовых учреждений всех видов, как в США, так и за границей, могли составить примерно 945 млрд долларов США (МВФ, 2008 год). Хотя такие оценки неизбежно сопряжены с ошибками из-за неточности информации о рисках и использования рыночных цен, которые могли завышать стоимость ценных бумаг, рассчитываемую исходя из экономических детерминант, они позволяют предположить, что понесенные убытки выявлены еще не полностью.

В результате этого доверие контрагентов было подорвано, и финансовым учреждениям с ослабленными балансами, которым необходимо привлекать больше капитала и обеспечивать их финансирование, становится все дороже делать это. Издержки по финансированию собственного капитала и облигаций возросли. Это очевидно при рассмотрении рыночной оценки риска неплатежеспособности. В настоящее время такие риски, измеряемые спредами по свопам кредитного дефолта, в среднем в два с половиной раза больше для крупных банков, чем в начале 2007 года, хотя они несколько снизились после того, как Федеральная резервная система США вмешалась, чтобы помочь инвестиционному банку JPMorgan совершить поглощение фирмы Bear Stearns (см. рис. 2). Кроме того, если использовать методику, которая позволяет анализировать возможность того, что банкротство одного банка повлечет за собой банкротства других, вероятность множественных дефолтов значительно повышается, указывая на то, что при банкротстве одного банка могут обанкротиться пять других банков. Это означает, что риск цепной реакции среди крупных банков также возрос.

Дальнейшее ухудшение ситуации

Сложившаяся ситуация ухудшается в связи с рядом последних тенденций. Во-первых, *растет зависимость от количественных оценок рисков, в особенности кредитного риска, в отсутствие общего подхода к управлению рисками*. В последние годы количественное измерение различных рисков, особенно кредитных, существенно усложнилось. Комплексные структурированные кредитные продукты с особым трудом поддаются оценке, поскольку они сопряжены не только с кредитными рисками, но и с рисками ликвидности и рыночными рисками. Многие фирмы не знают, как классифицировать их в рамках своих систем управления риском, так как кредитный и рыночный риски часто анализируются по отдельности. И даже в тех случаях, когда сложность и взаимосвязанность этих рисков была понятна на рабочем уровне, такая информация по существу не передавалась высшему руководству организации или же не воспринималась им. Как следствие, в ряде случаев эти риски игнорировались.

Во-вторых, *расширившееся применение финансовыми учреждениями (в основном банками и хеджевыми фондами) правил принятия решений на основе переоценок по рыночным ценам привело к более быстрому снижению цен в результате вынужденных продаж*. Поведение такого рода может возникать в том случае, когда рыночные оценки становятся ниже некоторого предварительно установленного порогового значения, часто определяемого на уровне, позволяющем избежать дальнейших потерь, например, при помощи механизма «стоп-лосс» или требований о внесении гарантийного депозита, или же установливаемого регулирующим органом для защиты инвесторов, например, вкладывающих средства в пенсионные фонды. Хотя учет по справедливой стоимости является полезным методом в обычные времена, при использовании рыночных цен в периоды стресса он может привести к избыточной изменчивости в восприятии стоимости. Это, в сочетании с жесткими правилами принятия решений, может оказывать дестабилизи-

Рисунок 2

Угроза глобальной финансовой стабильности

Риск банкротства банков резко возрос с лета 2007 года.



Источники: Bloomberg L.P. оценки персонала МВФ.

¹ Среди 15 отобранных крупных и сложных финансовых учреждений (КСФУ).

² Показывает самую высокую вероятность дефолта среди 15 КСФУ, входящих в выборку, на каждый день.

рующее воздействие. Когда рынки становятся неликвидными, а цены падают из-за отсутствия активных покупателей, финансовые учреждения переоценивают стоимость своих ценных бумаг по новым, более низким ценам, что, в свою очередь, вынуждает их к продаже в случае несоблюдения пороговых значений, и это усугубляет понижающее давление.

В-третьих, *расширенное использование оптового и краткосрочного финансирования для поддержания бизнес-модели «выдать и распределить» выявило новый очаг уязвимости.* В этой новой бизнес-модели, при которой кредиты незамедлительно оформляются как секьюритизированные продукты и продаются другим инвесторам, рост (секьюритизированных) кредитов в большей степени зависит от готовности инвесторов держать коммерческие бумаги, обеспеченные активами, и ценные бумаги для финансирования новых секьюритизированных активов и в меньшей степени — от стабильных краткосрочных и долгосрочных депозитов в банках для финансирования традиционных кредитов. Это структурное изменение означает, что ликвидность банков в форме стабильных долгосрочных депозитов уменьшается, и взамен банки больше полагаются на «доброту незнакомцев». Степень такой уязвимости усугубила кризис, так как обычно хорошо функционирующие рынки финансовых средств иссякли, и создание кредита посредством секьюритизированных продуктов резко замедлилось. Идея распределения рисков по всему миру не означает, как считалось ранее, что национальные кредитные риски могут передаваться тем, кто в наибольшей мере приспособлен для их несения: в конечном счете, может оказаться, что банкам, составившим пакеты секьюритизированных продуктов, так или иначе приходится нести эти риски.

Стимулы, стимулы, стимулы

Что же можно сделать для решения этих проблем? На рынке недвижимости любой риэлтор сказал бы потенциальному покупателю, что тремя главными элементами инвестирования в недвижимость являются «местоположение, местоположение, местоположение». На глобальных финансовых рынках ответ — «стимулы, стимулы, стимулы». Существует множество стимулов, которые влияют на поведение финансовых рынков, причем некоторые из них являются частью механизма бесперебойного функционирования рынков, тогда как другие устанавливаются правилами и нормативами. Все эти стимулы с трудом поддаются изменению.

Проблемы управления риском. Без изменений в структуре управления крупных финансовых учреждений — вносимых для того, чтобы менеджеры, занимающиеся управлением риском, и оперативные менеджеры имели равный вес в глазах старшего руководства, старшие руководители обычно не уделяют достаточного внимания рискам в компромиссном выборе между риском и прибылью. В идеальном случае оплата трейдеров должна корректироваться с учетом риска, а руководства — с учетом цикла. Это устранит двойную проблему, связанную с тем, что риски не получают достаточного внимания на стадии подъема, а трейдеры получают оплату за то, что они принимают ставки, которые приносят фирме высокую прибыль, но сопряжены с очень большим риском (что, возможно, проявляется только в долгосрочном плане после выплаты премий). Риск-менеджеры должны получать вознаграждение за качественный анализ в рамках управления риском, даже если старшее руководство в своих действиях не следует их советам.

Для того чтобы эти изменения действительно произошли, необходимо, чтобы акционеры настаивали на них как долгосрочных показателей функционирования (и, следовательно, сами были ориентированы на долгосрочную перспективу), или же чтобы их устанавливали регулирующие органы для устранения озабоченности, связанной с финансовой стабильностью — проблема, которая, в силу присущего ей характера «общественного блага», в противном случае не будет решена отдельными фирмами.

Модель «выдать и распределить». На пике циклического подъема учреждения, предоставляющие кредиты, могли передавать их другим сторонам без необходимости самим продолжать нести кредитные риски. Поскольку они не подвергались риску, у них не было стимулов проверять платежеспособность заемщика. Наиболее вопиющими случаями были кредиты, не требующие «ни доходов, ни работы, ни активов».

Стимулы к повышению кредитной дисциплины могут быть установлены, если учреждения, выдающие кредиты, будут удерживать часть рисков, связанных с будущими перспективами ссуд — либо посредством норм регулирования, либо в силу того, что на этом настаивают потенциальные инвесторы в секьюритизированные продукты. В любом случае достичь этого непросто. Существует множество путей нейтрализовать риск, связанный с кредитами, даже если они остаются на балансе. Широко распространено использование производных инструментов, и некоторые сложные методы трудно увязать с самими кредитами, что затрудняет проверку. В качестве альтернативного варианта можно было бы обязать кредитные учреждения предоставлять «хорошие» кредиты (возможно, путем поддержания определенных, предвзвешенно установленных отношений кредитов к стоимости или платежей к доходам заемщиков), оставляя некоторые риски на балансе без хеджирования и проводя мониторинг кредитов. Обеспечения соблюдения такого порядка связано с большими затратами времени и потребовало бы дополнительных ресурсов надзорных органов. Следует отметить, что прошлым летом органы банковского регулирования США издали новые, более жесткие инструкции для банков, с тем чтобы ограничить предоставление более рискованных видов ипотечных кредитов, и многие штаты также вводят руководящие положения в отношении небанковских ипотечных брокеров.

Внебалансовые структуры. Один из вопросов, возникающих в этой связи, касается стоимостных стимулов размещения активов во внебалансовых структурах и их финансирования через такие структуры, которые делают риски менее очевидными для инвесторов материнского финансового учреждения, а также для надзорных и регулирующих органов. Движение в направлении более совершенных правил в отношении достаточности капитала во всем мире (известных как система «Базель-II») может способствовать уменьшению стимулов к созданию внебалансовых структур, но только в том случае, если надзорные органы в полной мере используют свое дискреционное право выносить заключение о том, действительно ли риски передаются таким структурам и удовлетворяет ли банк, в этой связи, критериям для ослабления норм в отношении достаточности капитала. И даже в таком случае правила для определения надлежащего объема капитала по обусловленным кредитным линиям, за счет которых финансируется внебалансовая структура, потребуют пересмотра в соответствии с правилами, регламентирующими консолидацию дочерних предприятий.

Рейтинговые агентства. Поскольку услуги рейтинговых агентств оплачиваются теми, кто запрашивает рейтинги, эти агентства могут быть заинтересованы в присвоении базовой ценной бумаге слишком высокого рейтинга, чтобы эмитент мог привлечь покупателей и, в случае ухудшения условий, избежать слишком быстрого понижения рейтинга, с тем чтобы создать впечатление о наличии устойчивой и заслуживающей доверия рейтинговой системы. Этот отрицательный стимул может быть уменьшен, по крайней мере в определенной степени, требованием о точном и реалистическом подходе к процессу анализа кредитного риска, с тем чтобы обеспечить достоверность рейтингов и конечный спрос на ценные бумаги, которым они присваиваются.

Вслед за последними событиями агентства кредитного рейтинга договорились о том, чтобы попытаться разработать «барьеры» между различными частями их бизнеса, таким образом, который обеспечивал возможность для независимых

контрольных проверок между теми частями, которые проводят исходный рейтинг, и теми, которые отвечают за изменение рейтингов с течением времени. Это — шаг в правильном направлении, но опыт работы с такими сложными продуктами очень ограничен, и принцип экономии на увеличении масштабов при сборе и анализе информации о сложных продуктах позволяет предположить, что поддержание двух независимых подразделений в рамках одного агентства будет сопряжено с большими издержками и неэффективно. Некоторые предлагают, чтобы регулирующие органы приняли на себя функции проверки анализа и моделирования в качестве второго механизма контроля точности, однако здесь также потребуется сопоставить недостаток опыта и дополнительные расходы с возможными выгодами.

Оптовое финансирование. Наконец, финансовые учреждения имеют стимулы к тому, чтобы недостаточно тщательно защищать себя от системных событий в плане ликвидности. Тенденция к использованию оптового финансирования мотивируется стабильной конъюнктурой с низкими процентными ставками и движением к более обращающимся активам на балансах банков. Это означает, что оптовое финансирование обходится дешевле и является более эффективным — но только в благоприятные времена, когда его легко получить. При наступлении тяжелых времен инвесторы, предоставлявшие эти средства, переключаются на активы более высокого качества, и банкам становится труднее получать надежное финансирование. Когда дела начинают обстоять достаточно плохо, многие крупные финансовые учреждения предполагают, что центральные банки заполнят собой образовавшуюся пустоту.

Разумеется, проблемы с финансированием в отдельном учреждении отнюдь не радуют, но если с одними и теми же трудностями сталкивается большинство учреждений, тогда необходимость в обеспечении собственной защиты является менее неотложной. Поскольку учреждения не могут быть уверены в том, что проблемы финансирования, с которыми они сталкиваются, вызовут общесистемную реакцию центрального банка, они имеют определенные стимулы к тому, чтобы улучшать свои собственные системы управления риском ликвидности, но это будет иметь ограниченные масштабы, если они считают, что центральные банки, скорее всего, придут им на выручку — что и происходило до сих пор.

Таким образом, если общесистемная стабильность имеет большое значение, и фирмам недостает стимулов к тому, чтобы самостоятельно и полностью обеспечивать защиту ликвидности, потребуется та или иная форма надзорного или регулятивного контроля. Формы контроля могут различаться от страны к

стране и, возможно, в зависимости от вида финансового учреждения, но она должна быть ориентирована на то, чтобы финансовые учреждения принимали на себя больше издержек, связанных со страхованием от неблагоприятных событий в плане и ликвидности, чем они делают в настоящее время.

Один из методов мог бы заключаться в том, чтобы обязать учреждения поддерживать более высокий уровень ликвидных активов, которые они могут использовать в качестве залогового обеспечения по кредитам, полученным либо от других учреждений, либо от центрального банка. Такие коэффициенты ликвидных активов широко применяются во многих странах мира, но, возможно, их потребуется пересмотреть, чтобы учесть новые виды ликвидных инструментов или более высокие соотношения. Еще одним путем было бы повышение платы за страхование или обусловленные механизмы обеспечения ликвидности. Банки уже покупают такие страховки, но вопрос состоит в том, можно ли будет считать надежными такие контракты в случае наступления системного события. Следовательно, такое страхование может быть более эффективным, если оно предоставляется государством. Теоретически, объединение риска ликвидности в рамках государственного учреждения, такого как центральный банк, может быть предпочтительнее страхованию, предоставляемому в частном порядке.

* * * * *

События последнего времени поставили ряд непростых вопросов о том, каким образом проблема непервоклассных кредитов могла обостриться до такой степени, что она стала представлять угрозу для глобальной финансовой стабильности. Еще сложнее будет найти функциональные практические способы корректировки закрепившихся стимулов и структур — как на рынке, так и в регулятивных и надзорных системах, — которые привели к серьезным нарушениям финансового посредничества с потенциальным ухудшением финансового благосостояния граждан многих стран, многие из которых находятся вдалеке от эпицентра кризиса. ■

Лора Кодрес — начальник отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Литература:

International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).

—, 2008, Global Financial Stability Report, April, World Economic and Financial Surveys (Washington).



IMF Survey

Посетите журнал
«Обзор МВФ»
онлайн по адресу:
www.imf.org/imfsurvey

Эпидемия: цепная реакция кризиса на рынке непервоклассных ипотек США

Рандалл Додд и Пол Миллс

Последствия любой из множества проблем на ипотечном рынке США можно было бы ограничить, но в совокупности они вызвали кризис, распространившийся на весь мир

ТЕПЕРЬ уже ясны причины кризиса на рынке непервоклассных ипотечных кредитов. Его началом послужила ненадлежащая практика оценки платежеспособности заемщиков, получившая повсеместное распространение. Однако вредоносные последствия этого усугублялись на каждом этапе сложного процесса, включавшего выдачу рискованного ипотечного займа, затем его преобразование в обеспеченную недвижимостью ценную бумагу, а затем включение последней в состав облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (ООД), которые после получения рейтинговой оценки продавались инвесторам.

Неясно, однако, каким образом эти убытки смогли распространиться на другие компоненты мировой финансовой системы. Финансовый кризис начал разрастаться подобно вызванной невидимым вирусом эпидемии, охватившей миллионы людей и сообществ, когда убытки посредников на одном непрозрачном рынке породили сомнения в ликвидности и платежеспособности на других рынках. Подобно болезням, передаваемым в результате близкого контакта с другими людьми или зараженными животными и продуктами питания, этот финансовый кризис распространялся через связанные друг с другом

рынки и учреждения, практически не затрагивая при этом другие рынки и учреждения.

Мы анализируем источники возникновения кризиса на рынке непервоклассных ипотечных кредитов и различные сегменты рынка, на которых были обнаружены, иногда неожиданно, отголоски этого кризиса, такие, например, как рынки межбанковского кредитования, краткосрочных коммерческих бумаг и даже муниципальных облигаций.

Вирус непервоклассных ипотек США

Нет ничего изначально неправильного или безрассудного в предоставлении кредитов заемщикам с низкими доходами или низким кредитным рейтингом. Однако при предоставлении кредитов таким заемщикам необходимо, по соображениям осторожности, принимать меры по ограничению рисков, проводя более пристальную оценку заемщиков, устанавливая более жесткие нормативы залогового обеспечения и взимая плату по ставкам, соизмеримым с более высоким уровнем риска.

Тем не менее, в последнее время стандарты предоставления непервоклассных кредитов и кредитов категории «Alt-A» (риски по которой занимают промежуточное положение между рисками по первоклассным и непервоклассным кредитам) снижались последовательно и



слишком часто. Более того, многие непервоклассные ипотечные кредиты представляли собой кредиты заемщикам, не имеющим ни доходов, ни работы, ни имущества. Положение усугублялось и тем, что многие из таких ипотечных кредитов выдавались по соблазнительно низким начальным ставкам или с другими привлекательными условиями, например, с выплатой только процентов в начальный период или отрицательной амортизацией, с тем чтобы они выглядели более доступными в глазах заемщиков. Это позволяло заемщикам получать более крупные ипотечные кредиты, однако впоследствии, когда истек срок действия «соблазнительно низких» ставок или начиналась выплата основной части кредита, они сталкивались с необходимостью выплачивать возросшие суммы платежей.

Столь рискованная практика кредитования обосновывалась стремительным ростом цен на жилье и тем обстоятельством, что, начиная с 1930-х годов, в США в целом не наблюдалось снижения этих цен. Как следствие, представлялось, что любые потенциальные трудности с погашением кредита будут в значительной мере ослаблены и даже полностью искоренены в результате повышения рыночных цен на заложенное имущество. Повышение стоимости жилья облегчило бы рефинансирование кредита в случае неуплаты платежей в его погашение в срок и обеспечивало бы покрытие суммы кредита и выросших процентов и пени в случае отчуждения имущества за долги. Поскольку предполагалось, что цены на жилье будут и далее увеличиваться, а отношение суммы кредита к стоимости недвижимого имущества будет непрерывно снижаться, то не ожидалось никаких существенных проблем.

Процесс преобразования ипотечных кредитов в ценные бумаги (на основе которых платежи в погашение основной суммы и процентов передаются, через траст, инвесторам) добавил новые проблемы. Если в отношении всех обеспеченных пулов ипотек ценных бумаг (ЦБОИ), передающих платежи от заемщика к инвестору, которые выпускаются спонсируемыми правительством США предприятиями (Федеральной национальной ипотечной ассоциацией и Федеральной корпорацией жилищного ипотечного кредита), применяются одинаковые стандарты оценки платежеспособности заемщика, то в отношении ЦБОИ, выпускаемых основными фирмами Уолл-стрит, применяются различные стандарты. Из-за этого издержки, связанные с пониманием раскрываемой информации, а также надбавка за сохранение тайны, существенно возрастают. Уровень проверки добросовестности инвесторами еще не настолько высок, чтобы он мог компенсировать эту возросшую информационную нагрузку.

Вместо того чтобы проводить указанную проверку, инвесторы все больше полагаются на оценки рейтинговых агентств. Эти агентства обладают давней и общеизвестной репутацией в области рейтинга облигаций, однако жилищные ЦБОИ и ООД представляют собой новые и более сложные инструменты. ООД — это структурированные кредитные ценные бумаги, обеспечением которых служат пулы ценных бумаг, ссуд или производных кредитных инструментов, денежные потоки по которым разбиваются на сегменты (называемые траншами) с разными характеристиками выплат и погашения.

Ввиду новизны непервоклассных ипотечных кредитов не было достаточной информации об их функционировании в прошлом, что особенно мешало попыткам определить, как эти ипотечные кредиты поведут себя — по отдельности и в совокупности — в период экономического стресса. Оптимизм в оценке потенциала непервоклассных ипотек привел к тому, что примерно 97 процентов секьюритизированных непервоклассных кредитов было преобразовано в ценные бумаги с высшим рейтингом AAA (IMF, 2008).

Рыночные стимулы, которыми руководствовались первоначальные кредиторы, организации, секьюритизировавшие кредиты, и даже рейтинговые агентства, не способствовали скептической оценке этих сложных для понимания ценных бумаг. Напротив, эти стимулы подталкивали к увеличению объема операций и пренебрежению сообщениями качества и осторожности, поскольку все участники этого процесса по-

лучали оплату за обеспечение заключения сделок, а окончательный риск ложился не на них, а на конечных инвесторов.

Сложность этих структурированных инвестиционных инструментов (разделяющих ценную бумагу на несколько траншей, каждый из которых характеризуется своим уровнем риска и продается отдельно) дополнительно затрудняла процесс рейтинговой оценки. Используемые рейтинговыми агентствами модели оказались недостаточно приспособленными для предсказания не только уровня индивидуальных дефолтов, но и того, что дефолты будут одновременно возникать на разных сегментах рынка жилья в США. Эти недостатки усложняли точную количественную оценку и определение кредитного риска по каждому траншу в отдельности. Предполагалось, что «старшие» транши с высоким рейтингом слабо коррелированы с более рискованными траншами с низким рейтингом. Однако стоимость и тех, и других траншей начала снижаться параллельно, как только стало очевидным низкое качество кредитов и рейтинг ценных бумаг понизился.

Дополнительные проблемы возникали в ходе распределения и торговли ценными бумагами. Уязвимость инвестиционных позиций с высоким левериджем или недостаточным уровнем капитализации и неликвидность многих рынков структурированных кредитов обнаружили, когда произошли сбои в торговых операциях на целом ряде других рынков — связанных с непервоклассными ипотеками ЦБОИ, ООД, обеспеченных активами коммерческих бумаг (ОАКБ) и производных кредитных инструментов (Dodd, 2007). Из-за высокого уровня левериджа, при котором инвесторы привлекали значительные заемные средства или использовали производные инструменты в целях увеличения дохода на капитал, инвестиционные стратегии стали уязвимыми к крупным изменениям рыночных цен. Организации, первоначально выдавшие ипотечные кредиты, брокеры-дилеры, хеджевые фонды и компании по торговле структурированными инвестициями, которые банки не отражали в своих балансах, отличались высоким уровнем левериджа. Основная стратегия управления риском заключалась в быстром осуществлении продаж в целях закрытия убыточной позиции. Однако такая стратегия, которая зависит от сохранения ликвидного состояния рынка в момент, когда возникает необходимость таких продаж, оказалась, когда рынки стали неликвидными.

Любой финансовый рынок сталкивается с трудностями, когда процесс купли-продажи приобретает односторонний характер, то есть когда все стремятся либо купить, либо продать. Тем не менее, некоторые рынки проявили себя более надежными в плане ликвидности в сравнении с другими рынками. Фондовые биржи США оставались ликвидными даже во время краха 1987 года и в период тенденции к снижению цен на рынке, который наступил после завершения «интернетовского» бума в начале текущего десятилетия. Однако этого не случилось на внебиржевых рынках ценных бумаг, связанных с ипотеками, и рынках производных кредитных инструментов. На этих рынках нет дилеров, обязанных или иным образом заинтересованных в том, чтобы поддерживать ликвидность на рынке посредством сохранения обязательных для исполнения котировок цен покупателей и продавцов на протяжении всего операционного дня. В периоды стресса они могут уклониться от выполнения функций маркет-мейкеров, а в отсутствие торгов становится невозможно проводить независимую переоценку портфельных позиций на основе текущих рыночных цен (см. статью «Внебиржевые рынки: что это такое?» на стр. 34). С ростом изменчивости на рынках ЦБОИ и кредитов увеличилась также рискованность поддержания котировок на рынке и сохранения запаса ценных бумаг. В результате этого дилеры стали проявлять меньшую готовность предоставлять рыночную ликвидность тем, кто стремился совершать операции купли-продажи.

Распространение вируса

Каждая из этих проблем в отдельности могла бы привести к возникновению непростой, но, возможно, самокорректирующейся

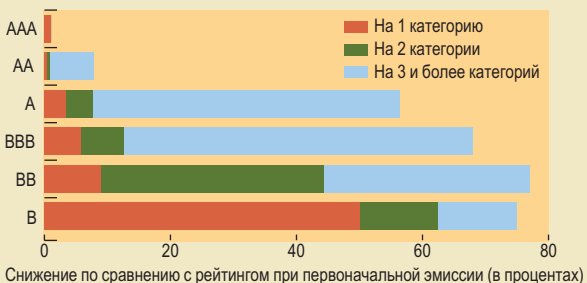
Ускоренное снижение

Рейтинг корпоративных ценных бумаг категории AAA редко снижается более чем на один пункт за раз, . . .

(Корпоративные ценные бумаги, снижение рейтинга, 2001 год)



. . . однако рейтинг многих непервоклассных ценных бумаг претерпел резкое снижение.



Источник: Standard & Poor's.

ситуации, которая ограничилась бы рынком непервоклассных ипотек. Прямые потери от самих непервоклассных ипотек были сравнительно небольшими, равными 2-3-процентному снижению котировок акций в США. Однако эти проблемы сплелись воедино и распространились на другие ключевые отрасли финансовой системы и экономики. В целом, по оценке МВФ, приведенной в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года, общемировые убытки могут достигнуть 945 млрд долларов, если включить в них другие потери, например в сфере коммерческой недвижимости. Удивительными были быстрота и масштабы распространения проблем, а многие из нижеследующих 10 изменений, произошедшие в результате цепной реакции кризиса на рынке непервоклассных ипотек, поставили в тупик аналитиков.

Чрезвычайно низкое качество стандартов предоставления непервоклассных кредитов и кредитов категории «Alt-A» в 2006–2007 годы. По мере все более широкого распространения случаев неуплаты по долговым обязательствам и обращения взыскания на заложенное имущество аналитиков не перестает поражать чрезвычайно низкое качество кредитов, предоставленных в 2006–2007 годах. В условиях отсутствия рецессии, которая могла бы вызвать столь крупные убытки, стали очевидными два обстоятельства. Во-первых, многие заемщики могли позволить себе расходы по оплате своих ипотечных кредитов только в случае продолжения роста цен на жилье, что давало бы им возможность рефинансировать кредиты до окончания срока действия соблазнительно низких в начальном периоде ставок. В условиях падения цен на жилищную недвижимость в большинстве регионов неспособность заемщиков рефинансировать свои кредиты привела к резкому увеличению случаев неуплаты и обращений взыскания на заложенное имущество. Во-вторых, значительное число заемщиков, брокеров и оценщиков завышали цены жилья и доходы заемщиков в заявках на получение кредита. Без непрерывного повышения цен на жилье многие из таких ипотечных займов в любом случае были непозволительно большими. Изменение ставок по непервоклассным ипотечным кредитам с переменной ставкой, хотя и усугубило проблему неуплаты по займам, оно не являлось первоначальной причиной возникновения этой проблемы.

Масштабы и быстрота падения рейтингов ценных бумаг, обеспеченных активами. К огорчению инвесторов выяснилось, что кредитный рейтинг структурированных кредитных ценных бумаг более подвержен быстрому и резкому снижению, чем рейтинг корпоративных обязательств (см. рисунок). Причем снижение рейтинга непервоклассных ценных бумаг не только случалось чаще, но и нередко производилось сразу же на несколько пунктов вниз, ввиду чувствительности рейтинга таких ценных бумаг к увеличению предполагаемых кредитных убытков. В результате доверие инвесторов к мнению рейтинговых агентств было подорвано: начиная с августа 2007 года кредитные спреды по жилищным ЦБОИ США с рейтингом AAA оценивались примерно на таком же уровне, как и спреды по корпоративным облигациям с рейтингом BBB.

Это представляло особую проблему для банков, оставшихся за собой «высококлассные старшие» транши рейтинга AAA по ООД, спонсорами выпуска которых они выступали. Ряду банков не хватало опыта анализа рисков по таким обеспеченным активами позициям, и они, по сути, полагались на анализ рейтинговых агентств при проверке добросовестности. В результате эти банки понесли значительные потери в связи с переоценками по текущим ценам рынка, когда рейтинги ценных бумаг с рейтингом AAA начали снижаться с июля 2007 года.

Паника среди фондов денежного рынка в августе 2007 года. Первые отголоски донесли до более широких рынков в июле, когда произошел ряд резких понижений рейтинга непервоклассных ЦБОИ (ввиду увеличения числа неуплат по ним) и два хеджевых фонда, спонсируемых уолл-стритовской фирмой Bear Stearns, попытались ликвидировать свои крупные позиции по этим ценным бумагам. Однако более широкие потрясения затронули межбанковские рынки лишь в августе, когда французский банк BNP Paribas объявил в августе о приостановлении изъятия средств из некоторых фондов денежного рынка. Опасаясь массового спроса клиентов на изъятие денежных средств, фонды денежного рынка в защитных целях изменили структуру своих портфелей, снизив долю средне- и долгосрочных банковских депозитов и коммерческих бумаг (главным образом корпоративных долговых расписок) и увеличив долю кредитов овернайт и сверхкратких сроков. Это вызвало резкое увеличение спроса на краткосрочную ликвидность и привело к краху на рынке коммерческих бумаг, обеспеченных активами (КБОА) — краткосрочных ценных бумаг, использовавшихся для финансирования внебалансовых вложений в долгосрочные активы. В результате этого банкам Европы и Северной Америки стало сложно привлекать займы на значительно большие сроки, чем овернайт. Хотя на этом этапе не возникало особых тревог по поводу платежеспособности, выгода от предоставления кредитов на более длительные сроки была недостаточной для того, чтобы компенсировать риск предоставления кредита контрагенту, возможно находящемуся в бедственном положении.

«Скрытая» банковская система. Резкое падение спроса на КБОА привлекло внимание к компаниям структурированных инвестиций, которые либо прямо спонсировались банками, либо получили от последних обязательства о предоставлении значительных сумм резервных кредитов. Эти внебалансовые структуры, по сути, занимались преобразованием ликвидности, получая краткосрочную выручку от продажи КБОА и покупая более долгосрочные активы, аналогично традиционной балансовой деятельности банков в форме привлечения депозитов и предоставления кредитов. Однако в силу того, что эти структуры находились вне баланса, им не требовалось иметь уровень капитала, необходимый для выполнения нормативных требований, предъявляемых к банкам. После того как рынок КБОА рухнул, банкам пришлось предоставить кредиты этим структурам, и вскоре перед ними стал вопрос о том, следует ли им официально перевести эти структуры на баланс. Некоторые банки так и поступили, расширив свои балансы и увеличив сумму требуемого капитала; другие решили этого не делать, что повлекло за собой продажу активов и вынудило инвесторов нести убытки. Хотя рейтинговые агентства и орга-

ны регулирования знали о таких структурах, до августа 2007 года не было полного представления об их размере (более 1 трлн долларов активов) и степени их содействия спросу на рискованные активы.

Масштабы банковских обязательств по предоставлению ликвидности. По мере того как банки стали испытывать все большие трудности в привлечении финансирования на оптовых рынках, они стали «запасать» ликвидность, накапливая большие объемы активов, аналогичных наличным деньгам, и сокращая сроки, на которые они готовы были предоставлять кредиты другим банкам. Банки начали испытывать все большую тревогу по поводу многочисленных обязательств о предоставлении кредитов, которые они дали друг другу, хеджевым фондам и корпоративным структурам. Одновременно с этим банки, так как им стало сложнее привлекать средства путем реализации кредитов на рынках ценных бумаг, были вынуждены держать большие объемы кредитов на своих балансах. Банки столкнулись с нехваткой ликвидности по обе стороны цикла создания кредита: они были вынуждены оставлять у себя кредиты, которые они планировали продать, и им пришлось выполнять обязательства о предоставлении средств, которые они предпочли бы не давать. Одновременно с этим банки испытывали все меньшее желание предоставлять кредиты друг другу. В результате сложилась беспрецедентная ситуация отсутствия ликвидности на межбанковских рынках.

Скорость истощения запасов ликвидности в банках. В условиях серьезной обеспокоенности по поводу кредитоспособности контрагентов и накопления запасов ликвидных активов даже платежеспособные банки могут столкнуться с трудностями при сохранении уровня своего финансирования. Банк Англии должен был предоставить чрезвычайное финансирование банку Northern Rock в Соединенном Королевстве ввиду того, что последний был не в состоянии секьюритизировать или иным образом продать ипотечные кредиты, числившиеся на его балансе, не мог привлечь денежные средства от других банков и не имел достаточных ликвидных активов для того, чтобы просуществовать больше, чем несколько недель. Аналогичным образом оптовый рынок «отвернулся» от фирмы Bear Stearns, несмотря на заверения надзорных органов в том, что ее капитал превышает установленные нормативы достаточности капитала. Bear Stearns за три дня исчерпал свой резерв ликвидности в размере 17 млрд долларов США, даже при том что Федеральный резервный банк Нью-Йорка и банк JPMorgan Chase вели переговоры о спасении фирмы. Northern Rock и Bear Stearns — это всего лишь два примера непрочности доверия со стороны оптовых рынков и того, насколько быстро может быть исчерпан запас денежных средств фирмы в условиях, когда ее репутация подорвана, а рынки неликвидны.

Боязнь потерять репутацию помогает объяснить, почему банки с неохотой шли на использование резервных кредитных линий, открываемых банками друг у друга. Они опасались возникновения слухов о грозящей им неликвидности. По сходным причинам банки с нежеланием шли на использование чрезвычайной ликвидной поддержки со стороны центральных банков. С учетом этого Федеральная резервная система создала разновидность дисконтного окна, которая позволяла более широкому кругу банков анонимно подавать заявки на приобретение ликвидных средств. Центральные банки других стран стремятся сделать все необходимое для того, чтобы использование их кредитных механизмов не приводило к распространению слухов на рынках.

Концентрация риска по непервоклассным кредитам у страховщиков облигаций. Некоторые страховщики облигаций, которые ранее специализировались на предоставлении кредитной защиты по муниципальным и инфраструктурным об-



лигациям («однопрофильные» страховые компании), с 2003 года приступили к страхованию ценных бумаг, обеспеченных активами, и ООД в целях подкрепления рейтинга AAA по самым безопасным траншам. В условиях широкого распространения случаев неуплаты по ипотечным кредитам и обращения взыскания на заложенное имущество ценность этих ценных бумаг резко снизилась, а обязательства страховщиков увеличились, что привело к снижению их рейтинга или включению в перечень организаций с рейтингом «под наблюдением»

рейтинговыми агентствами. Две крупнейшие такие компании, Ambac и MBIA, потеряли, по оценкам, 23 млрд долларов и были вынуждены привлечь дополнительный капитал.

Крах рынков муниципальных облигаций и студенческих ссуд. Серьезные проблемы в узкоспециализированных страховых компаниях вызвали волну потрясений на рынках муниципальных облигаций и ценных бумаг, обеспеченных студенческими ссудами. Более половины от суммы непогашенных муниципальных облигаций США, составляющей 2,6 трлн долларов, покрыта гарантиями узкоспециализированных страховщиков, что позволяет получить кредитный рейтинг AAA по этим облигациям. Эффект таких гарантий заключается в том, что они объединяют многие из более чем двух миллионов различных непогашенных облигационных выпусков в ценные бумаги с аналогичным рейтингом AAA.

В последние годы рынок постепенно переходил от традиционных облигаций с фиксированным купоном к другим новаторским инструментам, таким как ценные бумаги с аукционной ставкой (ЦБАС). Такие ценные бумаги обычно являются долгосрочными с точки зрения заемщиков, однако кредиторы считают их краткосрочными, поскольку процентная ставка по ним часто пересматривается в соответствии с принципами голландского аукциона, когда их держателям предоставляется также возможность продать ценную бумагу. В обычных обстоятельствах это снижает затраты на уплату процентов для эмитентов и повышает ликвидность инвестиций для институциональных и корпоративных менеджеров инвестиционных фондов. Однако проблемы со страховщиками породили сомнения в кредитном рейтинге ЦБАС, и брокеры-дилеры, традиционно выставляющие клиринговые заявки для обеспечения упорядоченной работы рынка, перестали выставлять такие заявки, когда обнаружилось, что они приобретают слишком много ценных бумаг. В результате многим муниципалитетам пришлось платить значительно более высокие проценты по своим ЦБАС.

Многие фирмы, специализирующиеся на предоставлении студенческих ссуд, пользовались методами ЦБАС и были вынуждены прекратить свою деятельность или сократить объемы выдачи новых кредитов.

Зависимость ипотечного рынка США от спонсируемых государством учреждений в период кризиса. Официальные органы США проявили необычную активность в использовании федеральных органов и спонсируемых государством предприятий в целях оказания поддержки ипотечному рынку. Осуществлялось это в форме рефинансирования непервоклассных ипотечных кредитов, которые перестали погашаться заемщиками (Федеральное управление жилищного строительства), резкого увеличения объемов кредитования ипотечных банков, нуждающихся в ликвидных средствах, и увеличения покупок ЦБОИ (федеральные банки жилищного кредита), увеличения объема покупки ипотечных кредитов и выпуска и покупок ЦБОИ (спонсируемые государством учреждения) и предоставления ликвидных средств под более широкий ассортимент обеспечения на основе ипотечных кредитов, предоставляемого более широким кругом контрагентов (Федеральная резервная система). Коротко говоря,

официальные органы США прибегли практически ко всем имеющимся в их распоряжении рычагам в целях поддержания ипотечного кредитования.

Масштабы вынужденного снижения уровня заемных средств в банках. Банки понесли убытки, приняли активы обанкротившихся компаний структурированных инвестиций на свои балансы и были вынуждены выполнить обязательства по предоставлению кредитов. В результате этого им пришлось более жестко нормировать свой капитал. В условиях ослабленного капитала и сложности или же чрезвычайно высоких затрат, связанных с его привлечением извне, банки стремились сократить объемы добровольных займов и ужесточить условия кредитов, которые уже предоставлялись ими, как в отношении кредитов под залог принадлежащей заемщику части жилищной недвижимости, так и в отношении требований к обеспечению кредитов хеджевым фондам. Коммерческие банки в силу самой своей природы должны иметь определенную долю заемных средств, так как они владеют капиталом, составляющим лишь незначительную часть от общих активов, и поэтому относительно незначительное сокращение капитала может приводить к значительному большему сокращению общего объема кредитования. Согласно одной оценке, потери банковской системы США в размере 400 млрд долларов в результате текущего кризиса обернутся снижением общего объема кредитования на 2 трлн долларов и сокращением ВВП США на 1,2 процента (Greenlaw and others, 2008; IMF, 2008).

Сопrotивляемость: не все неожиданности оказались неприятными

Несмотря на множество неприятных сюрпризов в ходе распространения финансового кризиса, зародившегося на рынке непровоклассных кредитов, возникло и несколько приятных сюрпризов.

Во-первых, *на данный момент распространившиеся проблемы лишь в малой степени затронули страны с формирующимся рынком, а темпы глобального роста и уровень спроса на биржевые товары оставались высокими.* Страны с формирующимся рынком не были полностью неуязвимыми. Некоторые страны, например Казахстан и Исландия, испытали напряженность в банковском секторе, спреды по облигациям стран с формирующимся рынком увеличились, а на фондовых рынках ряда таких стран произошло резкое падение курсов (после быстрого повышения в предыдущие несколько лет). Однако до настоящего времени они не испытали ни крупных кризисов, ни массового дестабилизирующего бегства капитала. Не наступило пока и спада в реальной экономике.

Во-вторых, *готовность суверенных фондов накопления богатства предоставлять капитал испытывающим затруднения коммерческим и инвестиционным банкам послужила свидетелем положительной роли, которую могут сыграть такие органы долгосрочного инвестирования в содействии укреплению общемировой финансовой стабильности.* По состоянию на март 2008 года такие фонды вложили 45 млрд долларов в капитал банков и страховых компаний, хотя дополнительные инъекции капитала в ближайшем будущем представляются маловероятными ввиду продолжающихся потерь на рынках.

Некоторые возможные средства для улучшения положения

Хотя меры экономической политики еще окончательно не сформулированы, необходимо обратить внимание на несколько ключевых задач, имеющих важнейшее значение как для решения текущих проблем, так и для предотвращения их повторения:

- **Снижения уровня заемных средств.** Основные компоненты современного финансового рынка характеризуются столь высоким уровнем заемных средств, что это делает их уязвимыми в случае неожиданно резких изменений цен и возникновения неликвидности на рынках. Как можно наблюдать в настоящее время, ликвидация такого левериджа усугубляет проблему нехватки кредитных ресурсов, а критическое состоя-

ние торговли приводит к чрезмерно большим колебаниям цен. Директивным органам необходимо ужесточить нормативы, ограничивающие уровень заемных средств, возможно, установив более высокие требования в отношении капитала или обеспечения.

- **Улучшения управления ликвидностью.** Некоторые крупные учреждения оказались менее устойчивыми к финансовым шокам, чем ожидалось. Ключевым участникам рынка необходимо улучшить работу по обеспечению наличия операционной ликвидности.

- **Содействие ликвидности рынка.** Ликвидность рынка и, соответственно, процесс выявления цен на внебиржевом рынке оказались недостаточно надежными. Необходимы меры по обеспечению ликвидности этих рынков, например, посредством формального закрепления обязательств в отношении представления котировок дилерами (как это сделано на рынке казначейских обязательств в США).

- **Содействие внедрению процедур проверки добросовестности.** Инвесторы не заботились о проведении проверки добросовестности и чрезмерно полагались на кредитные рейтинги при осуществлении инвестиций в структурированные ценные бумаги. Институциональные инвесторы особенно остро нуждаются в принятии инвестиционных правил, требующих проведения проверки добросовестности, ввиду перехода компаний, управляющих их средствами, на использование новых классов активов. Для повышения качества проверки необходимо упростить структурированные кредитные продукты, с тем чтобы инвесторам было легче самостоятельно оценивать их.

- **Повышение прозрачности.** Отсутствие прозрачности рыночных цен на структурированные кредитные инструменты обострило проблемы в области учета и оценки, возникшие в результате настоящего кризиса и, в свою очередь, способствовавшие его развитию. Более широкая доступность информации о ценах и торгах будет содействовать улучшению процесса выявления цены и получению оценок в текущих рыночных ценах. Кроме того, банкам необходимо предложить соответствующие нормативно-правовые стимулы для консолидации внебалансовых структур, в тех случаях, когда они, по всей вероятности, стоят за ними на практике.

Упорная порода

Что мы узнали из опыта развития настоящего кризиса? Во-первых, секьюритизация позволила вывести некоторые кредитные риски за рамки банковской системы, однако достигла этого не в таких масштабах, как предполагалось, и в ущерб снижению прозрачности. Выявление того, где именно произошло накопление убытков, требует значительного времени. Во-вторых, внебиржевые рынки не обязательно являются ликвидными в период стресса. Нарушения на межбанковском рынке оказались более глубокими и продолжительными, чем этого можно было ожидать до августа 2007 года, из чего следует, что финансовые учреждения должны быть способны просуществовать в течение длительных периодов времени, опираясь на свои собственные ресурсы. В-третьих, в центре внимания при управлении рисками в отдельных банках находились вопросы защиты учреждения, а системные риски в основном находились вне поля зрения. Как результат, рациональные с точки зрения индивидуального банка действия по обеспечению выживания приводили к нерациональным коллективным последствиям. Наконец, в условиях расщепления рисков и широкого использования производных финансовых инструментов чрезвычайно усложнилось преодоление кризиса. Центральным банкам необходимо было быстро отыскивать новаторские методы локализации вспышки кризиса, но это не смогло остановить его развития. Борьба с этой эпидемией оказалась намного сложнее, чем это представлялось врачам. ■

Рандалл Додд — советник, а Пол Миллс — старший экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Азия: взгляд на кризис непервоклассных кредитов

Хотя броские фразы могут быть иными, между азиатским финансовым кризисом 1997 года и нынешним кризисом существует немало общего

Кор Хо-Эй и Кэй Жуй-Сюн

ГОДОВЩИНЫ кризисов обычно предоставляют удобную возможность для того, чтобы извлечь уроки из прошлого, и прошлогодняя 10-я годовщина азиатского финансового кризиса не стала в этом смысле исключением. Состоялось множество конференций по анализу событий десятилетней давности и изучению путей предотвращения аналогичных кризисов.

Но не успели завершиться эти конференции, как разразился новый кризис. Эпицентр кризиса сместился из Азии в США и Европу. Изменились и слова, которые у всех на слуху: «секьюритизация», «непервоклассные ипотечные кредиты», «облигации, обеспеченные долговыми обязательствами» (ООД) кажутся совершенно иными, чем «валютная привязка», «чрезмерное корпоративное заимствование» и «иностранный долг», повсеместно звучавшие во время азиатского финансового кризиса. Однако основные причины обоих кризисов сходны. Оба они были вызваны паникой среди инвесторов в условиях неопределенности относительно безопасности активов и оценки их стоимости, и в ходе каждого из них происходило массовое изъятие ликвидности и снижение платежеспособности в банковской системе.

Как директивные органы могут лучше различить предвестники кризиса? И как они могут выделить повторно возникающие проблемы, решение которых в периоды затишья помогло бы снизить риск и ослабить последствия будущих кризисов? В настоящей статье анализируются кризис на рынке первоклассных кредитов и азиатский кризис и уроки, которые могут быть извлечены из них, а также рассматриваются факторы, объясняющие, почему Азия до настоящего времени оставалась устойчивой к текущему кризису.

Сигналы раннего предупреждения

Оба кризиса развивались на фоне *изобилия ликвидности* и *чрезмерного, неосмотрительного увеличения объема кредитования*. До начала азиатского кризиса приток капитала в этот регион был чрезвычайно высок (см. рис. 1), что приводило к резкому увеличению банковских кредитов и корпоративного заимствования. Иностранные инвесторы покупали высокодоходные азиатские ценные бумаги или деноминированные в долларах США долговые инструменты, предполагая, что экономика стран Азии будет и далее развиваться

быстрыми темпами и что режимы валютной привязки будут сохраняться бесконечно долго. Аналогично этому накануне сегодняшнего кризиса происходил мощный приток капитала в США, финансировавший дефициты счета текущих операций. Посредниками в распределении этой изобильной ликвидности выступали финансовые учреждения, предоставлявшие ее в виде потребительских и ипотечных кредитов, которые преобразовывались в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (ЦБОИ), и облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (ООД). Стремление к получению высоких доходов способствовало спросу на эти структурированные продукты среди инвесторов, многие из которых, принимая свои решения, руководствовались одним только высоким рейтингом AAA, присваиваемым рейтинговыми агентствами.

Кредиторы также стремились к получению высоких доходов, а изобилие ликвидности, как правило, приводило к *ослаблению кредитных стандартов*. В ходе азиатского финансового

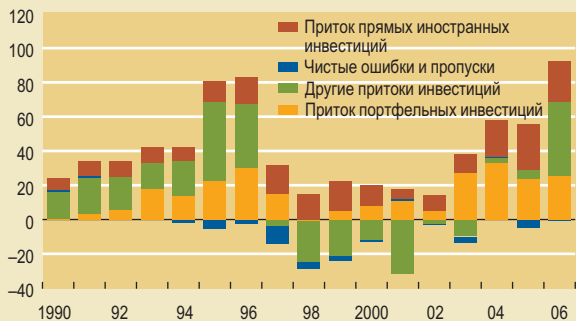
Двухдолларовая банкнота, наклеенная на здание штаб-квартиры Bear Stearns в Нью-Йорке после того, как агентство JPMorgan Chase предложило выкупить эту пораженную кризисом фирму по цене 2 доллара за акцию.



Бурный рост капитала

В течение двух лет накануне азиатского финансового кризиса 1997 года притоки капитала в этот регион резко возросли.

(Млрд долларов)



Источники: база данных CEIC и МВФ, *International Financial Statistics* («Международная финансовая статистика»).

кризиса неосмотрительность при предоставлении кредитов проявлялась в форме связанного кредитования крупных корпоративных структур или мегапроектов и проектов массовой застройки, имевших сомнительную коммерческую ценность. В случае кризиса непервоклассных ипотек это стремление к получению доходов привело к широкому распространению ипотечных кредитов непервоклассной категории, так называемых кредитов заемщикам «без доходов, без работы и без имущества».

Еще одним тревожным предвестником накануне обоих кризисов было *стремительное увеличение цен на недвижимость*. В США, например, цены на недвижимость выросли на 50 процентов за период с 2001 по 2006 год. Более того, в ходе прежних кризисов такое вздувание цен на активы ассоциировалось с наличием легкодоступных кредитов. Согласно широко известной гипотезе Минского о финансовой нестабильности (Minsky, 1992), период высоких темпов роста способствует повышению доли заемных средств. Минский разбивает заемщиков на три категории в порядке убывания их способности оплачивать проценты и основную сумму займа: хеджевые заемщики, способные оплачивать свои обязательства за счет потока денежных средств; спекулятивные заемщики, способные оплачивать лишь проценты, но нуждающиеся в переоформлении основной суммы долга; и заемщики типа Понци, не способные оплачивать ни проценты, ни основную сумму долга и вынужденные брать займы или продавать имущество лишь для того, чтобы оплатить текущие счета по уплате процентов. Увеличение числа спекулятивных заемщиков и заемщиков типа Понци приводит вначале к вздуванию цен на активы, а затем к повсеместному осознанию того, что возросшие объемы кредитования являются неустойчивыми. В результате финансирование внезапно прерывается и наступает крах.

Очевидно, что такая финансовая нестабильность присутствует в обоих кризисах. Увеличение объемов непервоклассных ипотечных кредитов, отражающее спекулятивное заимствование и заимствование по схеме Понци, могло загнать США в ловушку, создав на первый взгляд благоприятный, но в основе своей порочный цикл изменений цен на жилье. В период повышения цен кредиторы чувствовали себя в безопасности, предоставляя кредит под обеспечение, стоимость которого неуклонно возрастала, что, в свою очередь, способствовало росту спроса и цен на жилье. Аналогичным образом, быстрому росту кредитования корпораций в Азии способствовали процветающая экономика и доступность кредитов, многие из которых в конечном итоге шли на финансирование убыточных проектов, остающихся на плаву лишь благодаря дополнительному вливанию заимствованных средств. Оба этих цикла были неустойчивы и, в конце концов, должны были прерваться (см. рис. 2).

Известно, насколько сложно поддается точному определению вздувание цен на рынке активов в период, пока оно происходит. Сложно также определить, в какой момент рост кре-

дитов перестает быть благоприятным фактором и становится чрезмерным. Тем не менее, оба кризиса, как представляется, указывают на то, что *длительное* повышение цен на активы (особенно недвижимость) и *быстрый* рост кредитов должны служить сигналом к интенсификации надзора, а также поиску возможных искажений на рынке.

Повторяющиеся проблемы

Наряду с общими симптомами, кризису на рынке непервоклассных кредитов и азиатскому кризису были свойственны и общие проблемы, которые можно рассматривать как фундаментальные слабости.

Прежде всего, неосмотрительность при предоставлении кредитов, проявлявшаяся кредиторами в ходе обоих кризисов, отражала классическую *проблему принципала и агента*. В период азиатского финансового кризиса менеджеры банков пренебрегали интересами акционеров, безрассудно предоставляя кредиты определенным компаниям или под определенные проекты либо по требованию правительства, либо в силу того, что к этим проектам имели отношение влиятельные акционеры. В период ипотечного кризиса инвесторы в ООД и ЦБОИ предполагали, что предоставлявшие ипотечные кредиты учреждения будут придерживаться строгих кредитных стандартов. Однако в условиях модели, действующей по принципу «выдать и распределить», у кредиторов было мало причин беспокоиться о поддержании кредитных стандартов, поскольку они не оставляли у себя эти кредиты. Вместо этого выдававшие ипотечные кредиты учреждения немедленно продавали эти кредиты банкам, которые, в свою очередь, объединяли их в пакеты, оформлявшиеся в виде ценных бумаг. Кредиторы стремились получить максимально высокий доход в виде платы от такой секьюритизации, а не доход в форме ссудных процентов. Поскольку права собственности на базовый кредит были размыты или отсутствовали, стандарты кредитования резко ослабли, что привело к широкому распространению дефолтов при наступлении спада на рынке недвижимости.

Существовали также классические примеры морального риска, обусловленные тем, что кредиторы и заемщики сталкивались с незначительным или даже нулевым риском от своей деятельности. Представляется, что накануне кризиса правительства некоторых азиатских стран фактически гарантировали предоставление экстренной помощи банковским системам и мегапроектам (Krugman, 1998), что подталкивало банки к предоставлению кредитов безо всякого учета коммерческой жизнеспособности проекта. Аналогичным образом, многие банки и корпорации брали займы в иностранных валютах по более низким процентным ставкам, предполагая, что валютная привязка будет сохраняться бесконечно долго. В ходе текущего кризиса инвесторы и банки осуществляли инвестиции в такие сложные структурированные финансовые продукты с длительными сроками, как ЦБОИ и ООД, за счет средств краткосрочных займов, предполагая, что они всегда будут иметь доступ к ролloverному рефинансированию на высоколиквидных межбанковском и денежном рынках, поскольку центральные банки будут вливать ликвидность по мере необходимости.

Повторяющиеся проблемы принципала и агента и *морального риска* в ходе всех кризисов может свидетельствовать об их систематическом характере. Тем не менее, директивные органы несут ответственность за разработку систем и мер политики, способных свести такие риски к минимуму и ослабить их воздействие.

Различные ответные меры политики

Кризис на рынке непервоклассных кредитов, хотя и продолжает разрастаться, уже перешел в стадию контроля и урегулирования. При этом поражает то, насколько сильно текущие ответные меры отличаются от тех, которые применялись десять лет назад.

В ходе кризиса непервоклассных ипотек ведущие центральные банки решительно вмешались в ход событий, предоставив ликвидность в целях ограничения нарушений и цепной реакции на финансовых рынках. Одновременно с этим, Федеральная резервная система США существенно снизила процентные ставки для смягчения денежно-кредитных условий, а Конгресс США утвердил пакет стимулирующих мер в налогово-бюджетной сфере. В ходе азиатского кризиса денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика были вначале ужесточены в целях поддержания обменных курсов в условиях крупного оттока капитала и массового изъятия валютных резервов, что способствовало снижению экономической активности в реальной экономике. Лишь после того, как обменные курсы стабилизировались на более низком уровне, правительства приступили к проведению политики увеличения бюджетных расходов в целях поддержки реальной экономики.

Важное отличие состояло также в относительной роли государства и частного сектора в рекапитализации банков, по крайней мере, на начальном этапе преодоления кризиса. В период азиатского кризиса правительства многих стран перевели на себя необслуживаемые кредиты и предоставили новый дополнительный капитал банкам, а МВФ пополнил истощенные валютные резервы центральных банков. Лишь на более поздней стадии имели место значительные вливания частного капитала в форме иностранных выкупов контрольных пакетов акций отечественных банков. В ходе текущего кризиса основным источником рекапитализации банков стали прямые размещения или инъекции капитала суверенными фондами накопления богатства. Двумя важными исключениями из этого были банк Northern Rock, который был национализирован правительством Соединенного Королевства, и экстренная помощь фирме Bear Stearns, в результате которой Федеральная резервная система США подвергла себя риску

потенциальных убытков по неблагополучным активам Bear Stearns. Однако в случае обострения кризиса на рынке непервоклассных кредитов правительства, скорее всего, будут вынуждены принять более активное и непосредственное участие в стабилизации экономики и банковской системы.

Уроки Азии

Существует, однако, два важных момента, в отношении которых промышленно развитым странам стоит позаимствовать пример преодоления последствий финансового кризиса в Азии. Первый касается *снижения уровня заемных средств для категории заемщиков, проблемы которых со всей остротой обнажил кризис*. В период азиатского кризиса такими заемщиками были корпоративные структуры и банки, характеризовавшиеся как слишком высоким уровнем заемных средств, так и чрезмерной зависимостью от иностранных займов. Их эквивалентами в ходе кризиса непервоклассных ипотек являются:

- жилищный сектор США, в котором отношение долга к располагаемому доходу повысилось с примерно 80 процентов в 1990 году до примерно 140 процентов, а многие заемщики берут кредиты по низким начальным ставкам со значительным увеличением при пересмотре ставок;
- банки, которые осуществляли внебалансовые инвестиции и теперь вынуждены переводить эти инструменты на свои балансы;
- инвестиционные банки, проводившие брокерско-дилерские операции с высоким уровнем заемных средств при узкой капитальной базе;
- хеджевые фонды и другие инвестиционные компании, которые, пользуясь легкостью привлечения денежных средств, осуществляли интенсивное заимствование.

Снижение уровня заемных средств в этот раз будет сопряжено с большим риском ввиду более тесных связей между хеджевыми фондами и банками. Например, комиссионные от прайм-брокерских услуг составляют сегодня большую долю доходов банков от инвестиционной деятельности, а несколько крупных хеджевых фондов принадлежат самим банкам. Очевидно, что органам надзора и регулирования необходимо быть более бдительными, выявляя и ограничивая принятие чрезмерных рисков, особенно в случаях быстрого и длительного повышения уровня заемных средств в нерегулируемых структурах. Необходимо улучшить регистрацию, лицензирование и сбор соответствующей информации от таких структур.

Второй важной мерой, которую стоит позаимствовать, является *корректировка макроэкономических дисбалансов*. Текущий экономический спад и ослабление доллара США, вероятно, повлекут за собой замедление роста или снижение потребления и жилищных инвестиций, увеличение нормы сбережений домашних хозяйств и сокращение дефицита по счету текущих операций. Это аналогично тому, что произошло во многих азиатских странах, за тем исключением, что в их случае пришлось резко сократить расходы на недвижимость и другие инвестиции.

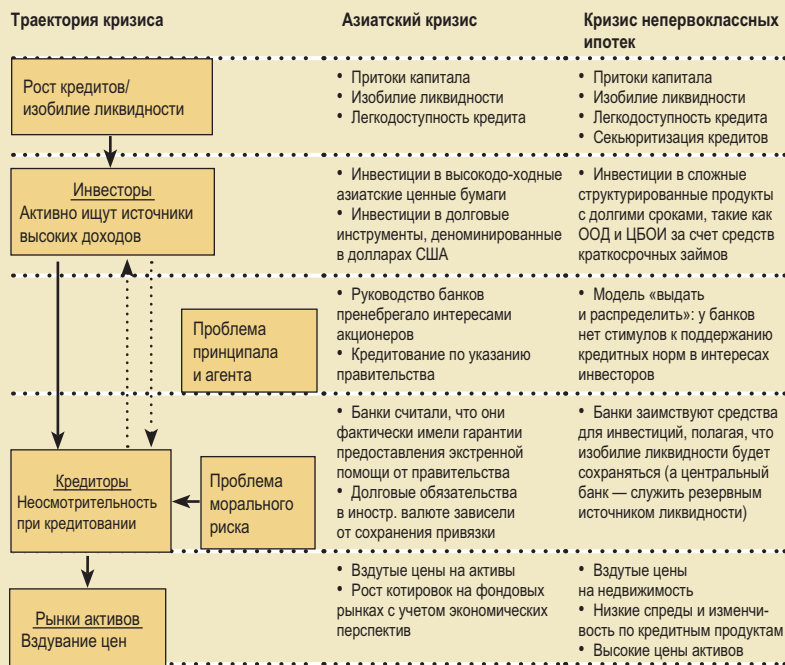
Пока дела в Азии обстоят неплохо, ...

Разумеется, Азия не изолирована от текущего кризиса. Активная распродажа акций наблюдалась на фондовых рынках всего азиатского региона, заметно возрос-

Рисунок 2

Параллельная динамика

Азиатский финансовый кризис 1997 года и текущий кризис потрясения на рынке непервоклассных ипотек развивались сходным образом.



Улучшение состояния балансов

После финансового кризиса 1997 года во многих азиатских странах резко улучшилось соотношение между долговыми обязательствами и собственными средствами корпораций.

(Отношение долга к собственным средствам, в процентах)

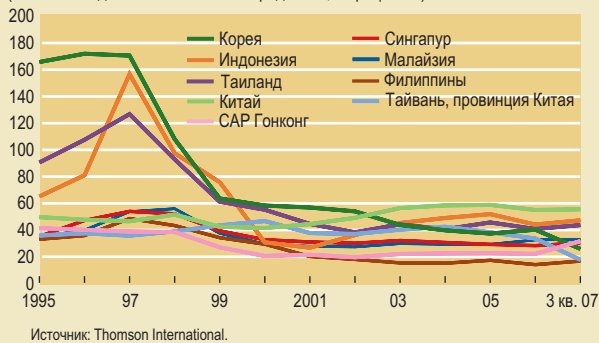
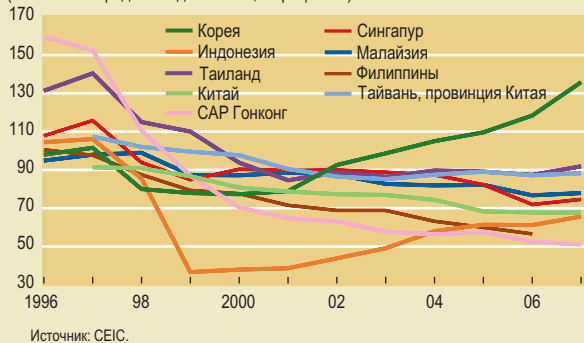


Рисунок 4

Укрепление банков

Благодаря низким соотношениям между кредитами и депозитами азиатским банкам в целом удалось избежать проблем с ликвидностью и финансированием в условиях текущих потрясений.

(Отношение кредитов к депозитам, в процентах)



ла изменчивость и произошло расширение кредитных спредов. Кроме того, темпы роста в азиатских странах, вероятно, несколько снизятся в связи с замедлением роста экономики США.

Тем не менее, Азии удастся поддерживать высокие темпы экономического роста, несмотря на потрясения на финансовых рынках и ухудшение ситуации в экспортной сфере. Объясняется это, в частности, тем, что *макроэкономические детерминанты значительно устойчивее*, чем 10 лет назад, что отражается в повышении суверенного кредитного рейтинга этих стран. Азиатские страны снизили свои внутренние расходы, сократили дефициты бюджета и реформировали экономику. Расходы на мегапроекты и проекты массовой застройки уже не являются чрезмерными, в результате чего экономика этих стран стала более сбалансированной и эффективной. Развитие финансовых инструментов в национальной валюте помогло сократить валютные несоответствия, лежавшие в основе азиатского финансового кризиса. Кроме того, центральные банки стали лучше управлять потоками капитала, снизив риск завышения обменного курса, стремительного увеличения кредитов и вздувания цен на активы.

Еще одно объяснение состоит в *улучшившемся состоянии балансов корпораций в Азии*, выражающееся в резком снижении соотношения между долгом и собственными средствами и в том обстоятельстве, что во многих странах займы в иностранной валюте уже не являются крупным компонентом корпоративных источников финансирования (см. рис. 3).

Относительная устойчивость Азии в условиях кризиса на рынке непервоклассных кредитов также подчеркивает успехи, достигнутые этими странами в реформировании банковских систем. Ограниченные позиции азиатских банков по опера-

циям, связанным с непервоклассными активами и ООД, в сочетании с высоким уровнем капитализации их балансов азиатским межбанковским рынкам сохранять спокойное состояние в то время как на межбанковских рынках США и Европы царил хаос. Благодаря низким соотношениям между кредитами и депозитами (см. рис. 4) и незначительным объемам небалансового финансирования банки смогли избежать стресса, связанного с ликвидностью и финансированием, в условиях текущих потрясений на кредитных рынках.

Кроме того, в большинстве азиатских стран улучшилось состояние позиций по внешнеэкономическим операциям: счета текущих операций сводятся с положительным сальдо, поддерживаются значительные валютные резервы, диверсифицируется экспорт. Отражая прочные внешние позиции, давление в плане продажи валют азиатских стран остается умеренным, несмотря на значительные портфельные оттоки с азиатских рынков и закрытие позиций по процентным арбитражным операциям, производившимся в период кризиса непервоклассных ипотек. Валюты большинства стран Азии укрепились в 2007 году и в начале 2008 года, что способствовало снижению инфляционного давления в экономике этих стран, прежде всего в связи с высокими ценами на биржевые товары.

Наконец, одним из источников силы для большинства азиатских стран было относительно небольшое повышение цен на недвижимость в сравнении с аналогичным повышением в США и некоторых странах Европы, например в Соединенном Королевстве, Ирландии и Испании (см. рис. 5). Азиатские страны, включая Сингапур, в последние годы предпринимали шаги для охлаждения рынков недвижимости всякий раз, когда рост цен грозил обернуться вздуванием цен на активы. Вследствие этого резкое падение цен на недвижимость в связи с замедлением экономического роста и потрясений на финансовом рынке представляло меньшую угрозу.

... но ей все же угрожают риски

Несмотря на это, директивным органам в странах Азии необходимо следить за сохраняющимися рисками, обусловленными кризисом на рынке непервоклассных кредитов, которые могут представлять опасность для Азии. К числу таких рисков относится то, что в докладе фирмы Standard & Poor's было названо потенциальной «тройной угрозой» для банков: увеличение потерь, связанных с непервоклассными ипотечными кредитами; отрицательные последствия этого для азиатских финансовых рынков, которые затронут банки; отрицательное воздействие на экономику стран Азии, что также скажется на банках.

Однако на сегодняшний день эти угрозы представляются незначительными. Азиатские банки занимаются традиционными операциями банковского кредитования и не имеют крупных позиций по операциям с более сложными типами финансовых продуктов, от которых пострадали финансовые сектора многих промышленно развитых стран. Однако экономический спад в США и Европе может вызвать спад в реальной экономике, а это может привести к значительному ухудшению качества банковских кредитов.

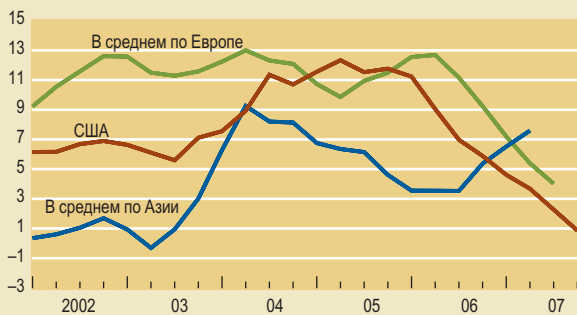
До настоящего времени азиатские страны успешно справились с замедлением роста экономики в США и финансовыми потрясениями. Большинство аналитиков прогнозирует лишь незначительное снижение прироста ВВП в регионе. Однако страны Азии, вероятно, подвергнутся более значительному отрицательному воздействию в случае, если в США настанет серьезный экономический спад, способный привести к появлению проблемных кредитов и формированию отрицательного кредитного цикла.

Что касается более длительной перспективы, то по мере восстановления доверия к рынкам капитала приток капитала в азиатские страны с формирующимся рынком может стать источником их уязвимости. Приток капитала может возродиться в еще больших объемах, чем ранее, особенно, если Азия будет восприниматься как «безопасная гавань». Притоки капи-

Отсутствие вздутых цен на недвижимость

В отличие от США и многих европейских стран, темпы повышения цен на недвижимость в Азии были умеренными.

(Индексы цен на недвижимость; годовой прирост, в процентах)



Источник: CEIC.

тала могут благотворно сказаться на развитии экономики и финансовых рынков, однако они могут быть изменчивыми и должны тщательно регулироваться, с тем чтобы уменьшить их отрицательное воздействие на реальную экономику.

Уроки кризиса непервоклассных кредитов для Азии

Страны Азии могут извлечь несколько уроков из кризиса на рынке непервоклассных ипотечных кредитов. Во-первых, *хотя форма кризисов может меняться, они остаются одинаковыми по своей сути*. Азия должна следить за возникновением типичных ранних предвестников кризиса, такими, как избыточная ликвидность, быстрый рост кредитов и длительное повышение цен на активы. Особое значение это имеет для азиатских стран с формирующимся рынком, в которых проблемы управления ликвидностью, роста кредитов и изменчивости цен на рынках активов приобретают дополнительную остроту из-за притока капитала. Директивным и регулирующим органам нельзя также забывать о классических бихевиористских проблемах принципала и агента и морального риска, иногда являющихся непредусмотренным побочным результатом политики или мер, осуществляемых с благими намерениями. Кроме того, центральным банкам и органам регулирования необходимо совершенствовать свой макропруденциальный инструментарий, с тем чтобы лучше понимать и решать регулярно возникающие проблемы ликвидности, левериджа и цепной реакции кризиса в сегодняшней глобальной финансовой системе. И хотя невозможно точно предсказать, где и когда разразится очередной кризис, ответственность за уменьшение этого риска лежит на директивных органах.

Во-вторых, *Азии необходимо найти правильный баланс между прогрессом и осмотрительностью, новаторством и осторожностью*. Чрезмерный упор на достижении прогресса в ущерб осмотрительности, возможно, являлся одним из факторов, вызвавших кризис на рынке непервоклассных кредитов. Экономист Барри Эйхенгрин в своей статье о необходимости финансового сотрудничества в Азии, опубликованной в прошлом году в *Korean Herald*, высказал предположение о том, что официальные органы США снизили регулятивное бремя, реагируя на конкуренцию со стороны такого финансового центра, как Лондон. Подобные следующие одна за другой волны дерегулирования, вызванные соображениями конкурентной борьбы, представляют собой западню, в которую не должны попасть азиатские страны с формирующимся рынком.

Примером в этом смысле является быстрый крах Bear Stearns и Northern Rock. Первый находился в числе лидеров финансовых инноваций на рынках ценных бумаг, а второй высоко оценивался за свою новаторскую финансовую стратегию. Азии следует внимательно следить за тем, чтобы любой отход от традиционной банковской практики в сторону использования более новаторских методов сопровождался улучшением управления риском нехватки ликвидности.

Азии, разумеется, необходимо и далее развивать рынки капитала и способствовать росту своих финансовых учреждений в русле общих усилий по экономическому и финансовому развитию. Однако кризис на рынке непервоклассных кредитов показал, что финансовые инновации, будь то новые продукты, новые структуры или новые участники рынка, не бывают свободными от риска. По мере расширения сфер деятельности, охватываемых азиатскими финансовыми рынками, директивным органам необходимо будет внедрять в практику меры, позволяющие справиться с рисками, порождаемыми финансовыми инновациями.

Разработчикам политики, возможно, будет полезно руководствоваться некоторыми базовыми принципами при нахождении правильного баланса между новаторством и осторожностью:

- **Кредитные нормы должны всегда поддерживаться на должном уровне**, особенно в периоды избытка ликвидности и высоких темпов экономического роста. Легкость получения кредита обычно является отражением скрытых проблем принципала и агента и морального риска и, в конечном итоге, ведет к финансовой нестабильности.

- **Прозрачность имеет важнейшее значение для эффективности финансового надзора и рыночной дисциплины**. Кризис на рынке непервоклассных кредитов показал, что обычные кредиты могут стать серьезным источником риска и неопределенности, если они преобразованы в сложные непрозрачные структурированные финансовые продукты и сконцентрированы в различных пропорциях в руках любого числа потенциальных инвесторов, в том числе внебалансовых инвестиционных структур банков. Органам регулирования необходимо обеспечить широкую доступность всеобъемлющей информации о новых продуктах и экономических единицах, с тем чтобы органы надзора и аналитики рынка могли понимать и контролировать дополнительные риски для финансовой системы.

- **Необходимо разбираться в финансовых взаимосвязях**. Кризис на рынке непервоклассных кредитов и кредитные потрясения свидетельствуют о все большей сложности и взаимосвязанности финансовых рынков и продуктов. Директивным и регулирующим органам необходимо обеспечить выделение достаточных ресурсов на проведение финансового надзора, контроля и управления риском в целях снижения рисков, порождаемых инновациями и изменениями на финансовых рынках.

Третий урок заключается в *важнейшем значении экономических детерминант*. Слабые экономические детерминанты, например, высокая доля заемных средств в балансах корпораций и крупные дефициты по счету текущих операций, стали причиной утраты доверия в 1997 году. Прочные экономические детерминанты в 2007–2008 годах позволили сохранить относительную устойчивость Азии в условиях современных потрясений. Для стран с формирующимся рынком это должно послужить стимулом к сохранению надежного состояния балансов, обеспечению устойчивых сальдо счета текущих операций и поддержанию достаточных валютных резервов, способных послужить амортизатором воздействия шоков.

Благоприятные долгосрочные перспективы экономического развития Азии означают, что этот регион, вероятно, станет активным, или даже ведущим участником следующего экономического подъема. Задача состоит в том, чтобы не допустить, чтобы финансовые мины, кроющиеся на пути его развития, сбросили его под откос. Регион должен воспользоваться своим упрочившимся положением и извлечь уроки из кризиса 1997 года и текущих потрясений. ■

Кор Хо-Эй — заместитель управляющего директора по вопросам экономики, а Кэй Жуй-Сюн — экономист Валютного управления Сингапура.

Полагаясь на большой собственный капитал банков

Хаиме Каруана и Адития Нараин

ТРЕБОВАНИЯ в отношении достаточности капитала представляют собой правила, которые помогают органам банковского надзора определить, имеют ли всегда банки достаточный капитал для покрытия непредвиденных убытков. Новая система достаточности капитала (обычно именуемая «Базель-II») быстро принимается органами банковского регулирования в качестве международного стандарта для капитала, который банкам необходимо резервировать для преодоления текущих и потенциальных финансовых и операционных рисков. Ее строгие требования к управлению рисками и капиталом призваны содействовать международной финансовой стабильности за счет обеспечения того, что банки могут эффективно оценивать свои риски и управлять ими.

Так почему же эти уместные и целесообразные руководящие положения о достаточности капитала, которые могут уменьшить воздействие негативных рыночных и операционных событий на банки, не смягчили последствия текущих потрясений на рынке?

Ответ указывает в направлении неравномерного и неполного внедрения стандарта «Базель-II» в разных странах. Этот кризис произошел во время действия системы «Базель-I», но из этого вопроса вытекает два других, более глубоких: во-первых, решает ли в достаточной мере Базельская система надзора, более конкретно «Базель-II», важнейшие проблемы, связанные с практикой банков в области управления рисками? Во-вторых, является ли внедрение «Базель-II» эффективным средством борьбы с текущими и будущими потрясениями на финансовых рынках? В этой статье изучаются ответы на эти вопросы и делается вывод о том, что надлежащее применение стандарта «Базель-II» укрепит финансовые системы в отдельных странах, а также международную финансовую систему в целом.

Покрытие рисков

Ранней формой требований относительно достаточности капитала был норматив по доле заемных средств, который ограничивал балансовые активы определенной суммой, просто кратной собственному капиталу. Сегодня этот норматив продолжает служить дополнительным показателем достаточности капитала в некоторых странах.

Стандарт «Базель-I», введенный в 1988 году, внес некоторую, очень базовую степень дифференциации рисков за счет простой системы весовых коэффициентов рисков (см. вставку 1). Важнейшим новшеством было включение забалансовых позиций в систему взвешивания рисков путем преобразования этих позиций в кредитные эквиваленты. Хотя

«Базель-I» был предназначен для применения ведущими международными операциями банками в странах, являвшихся членами Базельского комитета, большинство стран в мире быстро приняли его в качестве норматива достаточности капитала.

Недостатки стандарта «Базель-I» хорошо известны — например, его система взвешивания рисков была недостаточно чувствительна и не могла дифференцировать кредитоспособность в рамках одного и того же класса активов, и исполь-



Кризис непервоклассных кредитов сделал реализацию системы «Базель-II» более важной и более сложной

зовала членство в ОЭСР в качестве показателя суверенного риска. Другой недостаток, который часто обсуждается в связи с текущими потрясениями на рынке, состоит в том, что он не отражает в достаточной мере риски банков, связанные с секьюритизацией. Эти фактические риски существенно увеличились после введения стандарта «Базель-I» (см. рис. 1).

Существуют другие причины для внесения изменений в систему. Банковская отрасль продвинулась в плане методов оценки риска и экономических моделей динамики капитала, и в настоящее время требует системы регулирования, имеющей более точную основу, отражающую эти достижения. Безусловно, «Базель-II», который был опубликован в июне 2004 года с намерением, что страны могут к концу 2006 года начать его внедрение, учел эти требования. Но «Базель-II» идет гораздо дальше и включает в свою сферу риски, которые прежде не включались. И он идет гораздо дальше обычного правила о капитале, предусматривая два дополнительных компонента (см. вставку 2). Таким образом, «Базель-II» содержит четыре заметных усовершенствования по сравнению с прежней системой. Прежде всего, речь идет о наборе требований к капиталу, более чувствительных к риску. Остальные усовершенствования касаются более весомых стимулов для улучшения управления рисками, более прочной системы надзора и использования рыночных стимулов в качестве дополнительного элемента дисциплины для поведения банков за счет требования о большей прозрачности их операций.

Отражение сложных факторов

Согласно обзору Института по финансовой стабильности 2006 года, примерно 100 стран планируют применять «Базель-II» в следующие несколько лет. Этот большой интерес свидетельствует о привлекательности стандарта, как для банков, так и для органов банковского надзора.

Предоставляя возможность использования различных вариантов и подходов в рамках первого компонента, «Базель-II» позволяет применять одну общую систему к банкам с различной степенью сложности операций. При стандартизованном подходе применяются весовые коэффициенты рисков, основанные на рейтингах внешних агентств, а его упрощенная версия, также как и «Базель-I», основана на весовых коэффициентах рисков, установленных органами надзора. С другой стороны, фундаментальный и продвинутый подходы на основе внутренних рейтингов предусматривают использованные параметров риска, взятых из внутренних моделей самих банков. Хотя основная часть дискуссий относительно стандарта «Базель-II» касается более продвинутых подходов, банки в большем числе стран будут применять стандартизованные подходы (которые вполне действенны сами по себе и являются уместными для многих банков), особенно в первые годы (см. рис. 2).

Для управления рисками перехода к стандарту «Базель-II» продвинутые подходы должны вводиться поэтапно в течение одного-двух лет, когда будет по-прежнему применяться «Базель-I». В первые два-три года применения будет действовать нижний предел капитала, призванный предотвратить резкое снижение обязательного капитала. Этот нижний предел будет постепенно отменен в конце переходного периода, хотя органы надзора могут потребовать его сохранения в отдельных банках.

Вставка 1

Расчет требований к капиталу

В рамках стандарта «Базель-I» банки должны держать капитал, эквивалентный, по крайней мере, 8 процентам стоимости активов, взвешенных по риску. Этот показатель обычно упоминается как коэффициент достаточности собственного капитала. Во многих странах этот показатель превышает 8 процентов, с тем чтобы учесть национальные условия. Для определения активов, взвешенных по риску, каждому доллару предоставленных кредитов на балансе банка присваивается весовой коэффициент риска от 0 до 100 процентов. Забалансовые позиции включаются вначале путем конверсии в кредитные эквиваленты с использованием коэффициента пересчета, а затем путем взвешивания с учетом риска.

При стандарте «Базель-II» требования к минимальному капиталу в размере 8 процентов стоимости активов, взвешенных по риску, не меняются, но весовые коэффициенты рисков присваиваются на основе рейтингов квалифицированных внешних агентств или собственных моделей банков и систем внутренних рейтингов. Кроме того, существенно расширен диапазон имеющихся факторов снижения риска (таких как обеспечение и гарантии), которые могут уменьшить фактический кредитный риск. «Базель-I» не охватывал операционный риск (риск убытков в результате недостатков внутренних процедур, работников, систем или внешних событий), но в рамках системы «Базель-II» отчисления капитала под этот риск могут быть рассчитаны на основе валового годового дохода или собственных моделей банков для оценок убытков. Для рыночного риска методы расчета отчислений капитала не меняются и могут быть основаны либо на формулах надзорных органов, либо на собственных моделях банков. Во всех случаях, когда принимаются внутренние модели, требования поддерживаются на достаточно высоком уровне в отношении данных, процессов и систем.

Вставка 2

Три компонента Базеля II

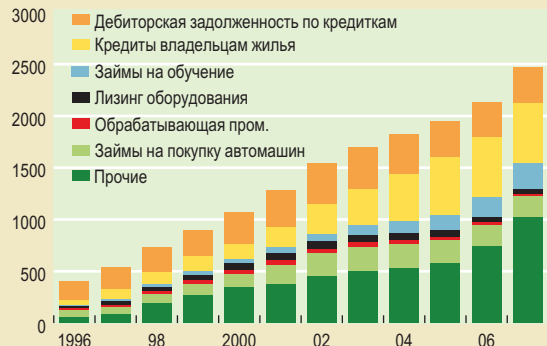
- **Первый компонент** (минимальные требования к капиталу) относится к комплексу правил и методологий, имеющих для расчета минимального капитала для покрытия важнейших рисков: кредитного, рыночного и операционного.
- **Второй компонент** (надзорный процесс) устанавливает четыре принципа, которые определяют ожидания относительно роли и обязанностей банков, их советов директоров и их надзорных органов в выявлении и оценке всех рисков, с которыми сталкиваются банки (включая риски, охваченные первым компонентом, и другие риски, такие как риск концентрации кредита, процентный риск в банковском портфеле и стратегический риск), и в поддержании достаточного капитала, соответствующего их параметрам риска. По существу, второй компонент обеспечивает мощный стимул для укрепления как систем управления рисками, так и систем банковского надзора.
- **Третий компонент** (рыночная дисциплина) направлен на укрепление надзорной деятельности путем налаживания прочных партнерских отношений с другими участниками рынка. Он требует от банков раскрытия достаточной информации о рисках, охватываемых первым компонентом, с тем чтобы позволить другим заинтересованным сторонам наблюдать за состоянием банков.

Рисунок 1

Передача рисков

Фактические риски секьюритизации банков стремительно выросли и резко изменили характеристики рисков банков за последнее десятилетие.

(Глобальный объем ценных бумаг, в миллиардах долларов)



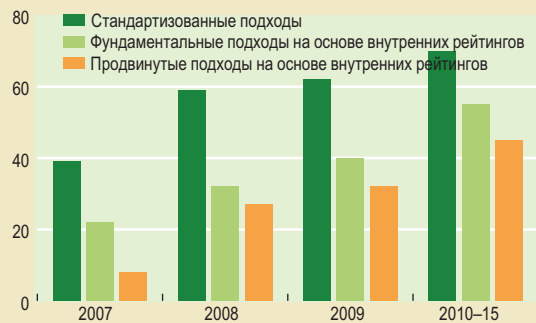
Источник: Securities Industry and Financial Markets Association.

Рисунок 2

Популярный вариант

В предстоящие годы большее число стран, скорее всего, будет следовать стандартизованным подходам системы «Базель-II» к определению параметров риска.

(Планы внедрения системы «Базель-II», число стран нарастающим итогом)



Источник: Институт по финансовой стабильности.

Все еще на переходном этапе

Большинство стран не полностью ввели систему «Базель-II», когда в августе 2007 года начались финансовые потрясения.

(Графики введения системы «Базель-II»)

	Кредитный риск (стандартизованные подходы)	Кредитный риск (продвинутые подходы)
Австралия	январь 2008	январь 2008
Канада	ноябрь 2007	ноябрь 2007
Евросоюз	январь 2007	январь 2008
САР Гонконг	январь 2007	январь 2007
Япония	март 2007	март 2008
Корея	январь 2008	январь 2008
Сингапур	январь 2008	январь 2008
Южная Африка	январь 2008	январь 2008
США	н.о.	середина 2009

Источники: вебсайты и объявления органов надзора.

Примечание: н.о. — не объявлено.

По различным причинам, в том числе из-за законодательных задержек и усилий, необходимых банкам и органам надзора для обучения персонала и создания необходимого потенциала, даты внедрения во многих странах были перенесены на более поздний период. Государства-члены Европейского союза внедрили стандартизованный подход в 2007 году и начали применять продвинутые подходы в текущем году, тогда как банки в США могут внедрить продвинутые подходы не раньше середины 2009 года. Сегодня большинство банковских систем, внедривших «Базель-II», еще переживают переходный период, стороны, принявшие стандарт раньше, находятся в периоде параллельного применения или ввели «Базель-II» и применяют нижние пределы (см. таблицу). Это демонстрирует, что летом 2007, когда на финансовых рынках начались потрясения, система еще не была полностью внедрена во многих странах.

Усиление потрясений или их смягчение?

Как показывают несколько аналитических справок и отчетов о кризисе финансового рынка, проблемы на рынке выходят за пределы сферы системы достаточности капитала. Ряд событий, который привел к текущей ситуации, был вызван стремлением к высокой доходности в условиях низких по историческим меркам процентных ставок. Им способствовали низкие стандарты проверки кредитоспособности, непрозрачные и сложные финансовые продукты, недостаточная надлежащая проверка инвесторами, искаженные стимулы, недостаточное управление рисками и слабая система стоимостной оценки и раскрытия информации. Этот кризис также подчеркнул значение обоснованной и тщательной оценки качества базовых активов, поскольку без таких оценок любой режим регулирования быстро станет неэффективным.

«Базель-II» не затрагивает всех вопросов регулирования, которые присутствуют в выводах, сделанных на основе текущих событий на рынке. В частности, он не является стандартом ликвидности, хотя в нем отражено, что состояние капитала банков может повлиять на их способность получать ликвидные средства, особенно в условиях кризиса. Он требует от банков оценивать достаточность своего капитала в контексте как параметров своей ликвидности, так и ликвидности рынков, на которых они работают. Но многие согласны, что необходимо дополнительно разработать ориентиры для обеспечения ликвидности, и Базельский комитет работает над этим вопросом.

Однако «Базель-II» должен сыграть важную роль в других отношениях, именно поэтому МВФ поддерживает его внедрение в полном объеме (см. вставку 3). В рамках системы «Базель-II» более тесное соответствие между риском и капиталом потребует выделения большего капитала для более рискованных кредитов, связанных с практикой недостаточной проверки кредитоспособности. Второй компонент будет поощрять банки к улучшению своих методов мониторинга рисков и управлению рисками. Третий компонент будет содействовать раскрытию сведений об адекватности фактических рисков отдельных банков, процессов оценки рисков и капитала.

«Базель-II» может также сыграть важную роль в исправлении важнейшего искажения стимулов, которое возникает из-за подхода стандарта «Базель-I» к фактическим рискам, связанным с секьюритизацией (например, по ценным бумагам, обеспеченным активами или ипотекой, процентным свопам, кредитным производным инструментам и механизмам предоставления ликвидности). Эта система обеспечивала мощные стимулы для вывода за баланс активов даже с невысоким риском и выделения недостаточного капитала под риски секьюритизации высокорискованных активов. Это искажение сыграло свою роль в ходе текущих потрясений.

«Базель-II» существенно укрепляет отражение рисков секьюритизации в требованиях к регулятивному капиталу благодаря более полному учету, в котором гармонизируются различные подходы, разработанные отдельными странами. В рамках первого компонента он предлагает несколько подходов для оценки капитала, который банки должны держать для покрытия рисков по секьюритизированным продуктам в своих разных ролях. Он также повышает уровень капитала, необходимого для поддержки секьюритизации высокорискованных активов. Во втором компоненте перечисляются действия, которые органы надзора могут принять, если банки оказывают некую или не закреплённую в договоре поддержку. Наконец, в третьем компоненте «Базель-II» содержит отдельную форму раскрытия данных по рискам, связанным с секьюритизацией.

Текущие потрясения создают возможность для изучения прочности системы «Базель-II» в отношении секьюритизации. Базельский комитет в настоящее время также анализирует систему для дальнейшего укрепления своего подхода к отражению некоторых сложных продуктов секьюритизации в требованиях к капиталу, требований к стресс-тестированию юридических рисков, рисков потери репутации и рисков ликвидности, связанных с возвращением забалансовых продуктов в баланс, и раскрытию сведений о таких статьях.

Дискуссия о проциклическом характере

Внедрение стандарта «Базель-III» может быть сложной задачей даже в самое благоприятное время, и, несомненно, это сложно сделать в современных условиях, которые рассматриваются как начало серьезного спада в экономическом цикле. В этой связи вопрос о проциклическом характере стал основной про-

блемой, которая требует наблюдения в силу ее воздействия на финансовую стабильность (см. статью «Поможет ли «Базель III» предотвратить кризисы или он их усугубит?» на стр. 29).

Возросшая чувствительность к риску в рамках «Базель-II» вызвала некоторую обеспокоенность относительно проциклического характера. Одной из причин проциклической динамики является низкая капитализация и слабое управление рисками. Банки с недостаточной капитализацией часто при появлении признаков спада внезапно принимают решения сократить кредитование, а банки, которые не оценивают риски надлежащим образом, могут быть также вынуждены принимать резкие ответные меры. Возросшая чувствительность к риску в рамках «Базель-II» может содействовать смягчению некоторых из этих проциклических эффектов благодаря повышению осведомленности о рисках и раннему выявлению возникающих проблем, но любая чувствительная к риску система требований к капиталу приведет к колебаниям этих требований в случае улучшения или ухудшения кредитоспособности заемщика.

В рамках подходов на основе внутренних рейтингов возможности проциклических эффектов увеличиваются, они могут быть привнесены через различные компоненты системы рейтингов — PD (вероятность дефолта), LGD (доля потерь в стоимости актива при дефолте) и EAD (стоимость под риском дефолта). В условиях спада рейтинги заемщиков могут быть снижены, что приведет к требованию об увеличении капитала для обеспечения более высоких кредитных рисков или сокращения объема предоставленных кредитов.

В рамках «Базель II» проблема проциклической направленности требований к капиталу с учетом риска решается благодаря признанию этой проблемы и включению ориентированных на будущее элементов для ее решения. Например, первый компонент требует, чтобы рейтинг заемщика отражал готовность и способность платить, несмотря на неблагоприятные экономические условия, которые моделируются как охватывающие по крайней мере один цикл деловой активности в отрасли или регионе. Аналогичным образом, он требует, чтобы оценки LGD отражали условия при экономическом спаде и чтобы оценки PD охватывали по крайней мере один экономический цикл. Предусматривается конкретное требование проведения стресс-теста достаточности капитала, которое призвано выявить будущие изменения неблагоприятных экономических условий с применением сценариев спада в экономике или отрасли, событий, воздействующих на рыночный риск, и состояния ликвидности. Помимо этих общих стресс-тестов, для оценки воздействия на параметры рисков банков система требует стресс-теста конкретных кредитных рисков, который учитывает небольшой спад, моделируемый как два квартала нулевого роста подряд. Все эти элементы обеспечивают, что руководители банка осознают, как факторы риска могут меняться в течение цикла и в условиях стресса, и что они учитывают эти элементы в процессе принятия решений и в своих стратегиях в области капитала.

Методика рейтингов банков также воздействует на их способность преодолевать воздействие экономического цикла на их систему рейтингов. Некоторые банки при внедрении стандарта «Базель-II» могут отдавать предпочтение системам на основе моментов времени (PIT) для оценки показателей PD, которые учитывают текущие условия. Другие могут стремиться к подходам на основе цикла (TTC), которые учитывают ожидаемые условия в течение цикла. Обе системы обладают своими достоинствами, и иногда применяются гибридные системы, объединяющие обе характеристики. Важным итогом является то, что результаты модели PIT испытывают большие колебания в течение цикла и, следовательно, могут ухудшить проциклическое воздействие в отличие от моделей TTC, которые в меньшей мере содействуют усилению кредит-

Вставка 3

Позиция МВФ относительно системы «Базель-II»

МВФ последовательно поддерживает внедрение стандарта «Базель-III» в полном объеме ввиду его большей чувствительности к риску, а также большему акценту на управление рисками и рыночную дисциплину. Вместе с тем, Фонд, как и Базельский комитет, считает, что страны должны принимать систему исходя из своих национальных условий, в том числе из наличия прочной основы банковского надзора.

МВФ также предостерегает от неполного, частичного или выборочного применения. Различные части системы дополняют друг друга и должны внедряться в совокупности. Выборочное применение отдельных частей системы или неоправданное ее изменение исказит структуру стимулов. Это может также повредить чувствительности к риску стандарта «Базель-II» и может даже привести к ложному чувству безопасности и в конечном итоге, подорвать, а не укрепить финансовую стабильность.

Признавая эту сильную связь между фактическим применением и финансовой стабильностью, МВФ выступил с инициативой по разработке методологии оценки действенности применения системы «Базель-II». Он ведет эту работу на основе консультаций с несколькими органами надзора из промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком, представленных в Международной группе по связям Базельского комитета. Эта методология может использоваться как в качестве инструмента оценки, так и для диагностики, и в настоящее время испытывается в странах-добровольцах в реальных условиях. Обзоры применения на основе этой методологии будут включаться в механизмы надзора МВФ, особенно в программы оценки финансового сектора, для использования в странах, внедряющих новую систему.

ных циклов, поскольку они приводят к созданию резервов капитала, более адекватных для всего цикла.

Система «Базель-II» в явной форме не предписывает применение модели РИТ или ТТС. Однако она подчеркивает, что банки должны учитывать волатильность при распределении капитала и составлять стратегические планы по мобилизации капитала, учитывающие их нужды, особенно в напряженной экономической ситуации. Как показывает опыт некоторых крупных международных банков в период текущих потрясений, выгоды от способности быстро получить капитал в неблагоприятные времена могут перевесить издержки поддержания резервов капитала в течение цикла. В целях сведения к минимуму проциклических эффектов в рамках «Базель-II» важно, чтобы банки понимали, что системы РИТ требуют больше капитала в благоприятное время, с тем чтобы обеспечить достаточно высокий уровень капитала в более трудных условиях.

Регулирование капитала с учетом риска не является единственным источником проциклического характера, одновременное применение учета по рыночной стоимости может также содействовать этому эффекту. Например, согласно варианту справедливой рыночной стоимости в Международном стандарте бухгалтерского учета (МСБУ) 39 финансовые активы и обязательства должны оцениваться по котированным рыночным ценам или при отсутствии таких цен, путем использования методов оценки (переоценка по стоимости, рассчитанной на основе модели). В условиях спада нельзя рассчитывать на достоверность оценок по справедливой стоимости и возможность их проверки при отсутствии активных рынков и единообразных методов оценки, что может привести к порочному кругу снижения цен активов и привести волатильность капитала. Органы надзора обеспокоены такими нежелательными эффектами, и текущий кризис продемонстрировал, что эта тема требует дальнейшего анализа.

Другая проблема, оказывающая влияние на проциклический характер, вызвана очевидным конфликтом между учетом неблагоприятных активов согласно МСБУ 39 и регулятивными требованиями о создании резервов, которые могут быть эффективными антициклическими мерами. Этот конфликт вытекает из ограниченной способности прогнозировать ожидаемые убытки согласно стандарту бухгалтерского учета (который основан на концепции понесенных убытков). В этой области страны могут выиграть от обмена опытом, с тем чтобы выполнить требования учета и регулирования без ущерба для их отдельных целей. В этой области существуют также значительные возможности для приближения практики бухгалтерского учета к практике управления рисками и практике надзора.

Достаточность капитала

Необходимость прочного режима собственного капитала для банков, который заставляет их держать достаточный капитал для покрытия своих рисков, в том числе риска, связанного с экономическим циклом, подтвердили последствия текущих потрясений. Многие крупные международные банки вынуждены принимать отчаянные меры для мобилизации капитала во время этого спада. В таком случае, какие выводы могут сделать органы банковского надзора? Во-первых, прежде чем переходить к новой основе, важно провести тщательное изучение воздействия. Для банков на этапе перехода органы надзора должны быть готовы продлить действие нижних пределов капитала, если это оправдано. Во-вторых, действенное применение второго компонента становится еще более актуальным в этих условиях. Второй компонент содержит конкретное требование к банкам учитывать в своих внутренних оценках достаточности капитала фазу экономического цикла, на которой они находятся, и в свою очередь, требование к органам надзора обеспечить учет эффектов экономического цикла в своем анализе этих оценок. В целом он требует от

банков быть готовыми к более высоким потребностям в капитале во время спадов благодаря наращиванию капитала в благоприятное время.

Во многих отношениях второй компонент составляет сердцевину основы и добавляет солидный элемент субъективного суждения органов надзора к подходу первого компонента, в большей степени основанного на правилах. Он построен вокруг принципов, которые определяют роли и обязанности банков и их органов надзора в оценке достаточности капитала, которая включает риски, охватываемые первым компонентом, а также идет дальше этих рисков. Эти принципы позволяют национальным органам надзора проявлять значительную гибкость в разработке процесса своего надзора за достаточностью капитала банков. Они также предусматривают ряд действий, которые органы надзора должны принять в качестве «срочных корректирующих мер», если проверка достаточности капитала банками органами надзора свидетельствует о том, что капитал не соответствует рискам, с которыми сталкиваются банки. Эти меры могут принимать многие формы, например, форму требования к банкам укрепить их системы управления рисками, ограничить рост активов и, несомненно, поддерживать более высокий уровень капитала.

Продолжающаяся работа

Во многих странах «Базель-II» все еще внедряется. Когда он будет введен в полном объеме, он существенно поможет преодолеть многие недостатки управления рисками в банках и надзоре за ними, которые лежат в основе потрясений в странах с развитыми финансовыми рынками. Этот процесс будет дополнительно усилен после проходящего сейчас пересмотра Базельским комитетом, который, как ожидается, приведет к усилению обеспечения капиталом рисков по сложным финансовым продуктам.

Проблемы внедрения Базеля II усложняются в условиях потрясений на финансовых рынках, и переходный процесс должен тщательно регулироваться, чтобы смягчить любые нежелательные последствия. Банки и органы их надзора должны полностью использовать положения для смягчения проциклического характера путем включения стресс-тестов для условий спада, обеспечения готовности продлить действие нижних пределов капитала банков в переходный период, если это оправдано результатами изучения последствий; содействия применению систем рейтингов, которые учитывают воздействие экономического цикла, разработки надежного и внушающего доверия процесса, предусмотренного вторым компонентом, с тем чтобы резервы капитала соответствовали параметрам рисков банков, обмена опытом в области преодоления волатильности капитала из-за изменений правил учета.

При этом следует помнить, что Базель II не является общим руководством, предписывающим, как банкам следует управлять своей деятельностью. Требования в отношении капитала не могут предотвратить ошибки банков, равно как и заменить ответственность самих банков за оценку рисков и управление ими надлежащим образом. Требования в отношении капитала могут и должны помочь создать правильные стимулы для принятия рисков и содействовать надлежащему управлению рисками в целом. Другие элементы среды работы банка, такие как правила бухгалтерского учета и рыночные стимулы, также могут играть важную роль в определении характеристик рисков. Достижение согласованности этих противоречивых влияний (бухгалтерский учет, управление рисками и регулирование) по-прежнему будет сложной задачей для директивных органов. ■

Хаиме Каруана — советник и Директор Департамент денежно-кредитных систем и рынков капитала (ДДК) МВФ, а Адития Нараин — старший экономист в ДДК МВФ.

Поможет ли «Базель-II» предотвратить кризисы или он их усугубит?

2 Существует две точки зрения относительно того, усиливает ли «Базель-II» (комплекс руководящих положений о том, сколько капитала необходимо держать банкам на случай текущих и будущих рисков) циклы бумов и спадов.

ТЕКУЩИЕ потрясения на финансовых рынках, которые начались летом 2007 года на рынке непервоклассных ипотек в США и быстро распространились на Европу, выявили вопиющие недостатки в методах надзора за финансовыми организациями и их регулирования. В результате на последних весенних совещаниях МВФ и Всемирного банка видные финансовые лидеры одобрили ряд мер по укреплению мировой структуры надзора и регулирования, включая предложения Форума по финансовой стабильности, который призывает к более тщательному надзору за капиталом и ликвидностью в финансовых организациях.

В настоящее время органы банковского регулирования во всем мире внедряют «Базель-II», международный стандарт для суммы капитала, которую банкам необходимо выделять для преодоления текущих и потенциальных финансовых и операционных рисков. «Базель-II» в сегодняшней форме требует от банков резервировать больший объем капитала для более высоких фактических рисков. Проводимый Базельским комитетом пересмотр стандарта может дополнительно увеличить требования к капиталу в случае сложных структурированных продуктов и забалансовых механизмов, которые были основным источником напряженности в последние месяцы. Проведенное в 2006 году Институтом по финансовой стабильности обследование свидетельствует о том, что примерно 100 стран планируют применять «Базель-II» в течение следующих нескольких лет, хотя его внедрение, как ожидается, не будет единообразным в разных регионах. Большинство стран Европы уже внедрило новый стандарт, а США намерены сделать это в 2009 году.

Но сейчас раздаются призывы еще больше ужесточить эти правила. В конечном итоге, почему эти правила не смягчили последствия текущих потрясений на рынке? (Более подробную информацию по этому вопросу см. в статье на стр. 24 этого выпуска «Полагаясь на больший объем капитала».) Продолжающийся несколько лет спор о том, обеспечивают ли правила панацеей от финансовых кризисов или на деле их усугубляют, вновь оказался в самом центре внимания.

Оказывается, что важнейшее значение имеет следующий вопрос: носят ли правила слишком проциклический характер, то есть, не слишком ли они либеральны в плане требований к капиталу в благоприятное время и слишком суровы в тяжелое время, усиливая циклы бумов и спадов? Стараясь лучше осветить этот вопрос, Ф&Р обратился к двум экспертам, которые изложили свое понимание вопроса.



1

Верный путь развития банковского дела

Хесус Саурина

Директор Департамента по финансовой стабильности в Банке Испании.

НЕТ ничего более проциклического, чем плохо управляемый банк. Когда экономика развивается, даже банки с плохим управлением и недостаточным уровнем капитала и резервов могут расширять свои операции. Но когда состояние экономики ухудшается, плохо управляемые банки вынуждены немедленно менять свою политику кредитования, с тем чтобы избежать банкротства (Caruana, 2005).

В 1988 году было принято первое международное соглашение о банковском капитале, известное как «Базель-I» (по названию Базельского комитета по банковскому надзору). В то время оно представляло собой существенный шаг вперед. Но его правила установления требований к капиталу были очень простыми, и банки, ведущие международные операции, в конечном итоге смогли их обойти. Основным недостатком требований к капиталу «Базель-I» было то, что они в практическом плане были нечувствительны к риску. Кредит нефинансовой компании требовал 8 процентов капитала независимо от риска, связанного с компанией (то есть от доли заемных средств, прибыли, платежеспособности и экономических условий). Это противоречило практике управления портфелями и экономическим капиталом банков (учитывавшей гораздо более сложные показатели риска).

В июне 2004 года Базельский комитет опубликовал новую систему требований к капиталу кредитных организаций, известную как «Базель-II», которая была издана в окончательной форме в июне 2006 года. В целом, «Базель-II» более тесно увязывает требования к капиталу с рисками, которые несут банки, и поэтому является существенным и необходимым улучшением по сравнению с системой «Базель-I».

Усугубляется ли проциклический характер?

Во время обсуждений стандарта «Базель-II» некоторые аналитики выражали опасения относительно проциклического характера новой системы требований к капиталу (см. Taylor and Goodhart, 2006). В благоприятное время кредитный риск, измеряемый вероятностью дефолта заемщика, будет низким, равно как и требования к капиталу (сейчас тесно привязанные к риску). Наоборот, в трудное время банки будут испытывать большие потребности в капитале. Это может оказать неблагоприятное воздействие на экономику в целом, если в период спада капитал банков будет ограничен, и они будут вынуждены, таким образом, сократить кредитование тогда, когда оно больше всего необходимо.

В периоды спадов и рецессий банкам тяжелее увеличивать свой капитал, поскольку их прибыли и, следовательно, способность наращивать резервы, уменьшается. Увеличивать капитал и эмитировать субординированные долговые обязательства им также сложнее из-за возросшей неопределенности. Сочетание более высоких требований к капиталу (из-за возросшего риска) и сложности мобилизации нового капитала может вынудить организации сокращать кредитование фирм и домашних хозяйств, что усугубит рецессию или воспрепятствует экономическому подъему.

Но для того чтобы «Базель-II» или любое требование к достаточности капитала, основанное на риске, существенно усугубило циклы бумов и спадов, то есть усилило присущий банковской системе проциклический характер, должны быть задействованы, по крайней мере, три причинно-следственные связи.

Во-первых, *требования к капиталу должны были бы возрастать во время спадов и снижаться во время подъемов*. Однако «Базель-II» содержит ряд механизмов, которые смягчают этот эффект и при этом все же делают требования к капиталу более чувствительными к риску, чем при стандарте «Базель-I». Хотя временной горизонт для оценки вероятности дефолта составляет один год, для присвоения рейтингов от банков требуется использовать более длительный период времени. Более того, требования к капиталу, полученные с учетом вероятности дефолта в момент времени (за годовой период) существенно отличаются от требований, рассчитанных за весь экономический цикл.

Эмпирические свидетельства показывают, что для портфелей ипотечных ссуд (или любых ссудных портфелей) требования к капиталу будут меняться в течение экономического цикла существенно меньше, если использовать среднюю вероятность дефолта, а не вероятность дефолта в момент времени (Saurina and Trucharte, 2007). Таким образом, если банки, как того требует «Базель-II», используют для своих оценок более

«В итоге вовсе не очевидно, что «Базель-II» усугубит кредитные бумы и спады».

длительные временные горизонты, то требования к капиталу меняются (поскольку капитал должен быть пропорционален риску, а риск меняется вместе с циклом), хотя и в значительно меньшей степени: относительное изменение требований к капиталу от пика до низшей точки почти в пять раз меньше.

Доля потерь в стоимости актива при дефолте (LGD, показатель тяжести потерь), представляет собой еще один фактор риска, который определяет требования к капиталу и который может проявлять проциклический характер: другими словами, убытки растут в неблагоприятное время, когда доля возвращаемых средств по займам падает. Вместе с тем, «Базель-II» учитывает также эту проблему, требуя LGD для спада в любой момент в течение цикла. Таким образом, показатели LGD уже учитывают экономический цикл, поэтому они будут схожими в периоды подъемов и спадов.

Кроме того, требования к капиталу, связанные с операционным риском (по крайней мере, при двух менее сложных вариантах), будут иметь антициклический характер, поскольку капитал прямо пропорционален валовому доходу банков. Первый компонент системы «Базель-II» также устанавливает, что рейтинг заемщика должен представлять оценку банка способности заемщика платить даже в неблагоприятных экономических условиях. Более того, он в явной форме требует от банков проводить стресс-тест своих кредитных портфелей на случай небольшой рецессии (два квартала нулевого роста подряд). Второй компонент требует от руководителей банков при оценке достаточности капитала своих банков учитывать фазу экономического цикла. Таким образом, органы банковского надзора через процесс надзора в рамках второго компонента должны учитывать потенциально проциклический характер требований первого компонента, если банки этого не делают. В целом, если учесть механизмы как первого, так и второго компонента, далеко не очевидно, что требования к капиталу имеют проциклический характер.

Во-вторых, *динамика фактического капитала банков должна изменяться проциклически*. Очень немногие банки имеют уровень капитала, равный минимальному регулятив-

ному требованию. Более того, большинство банков поддерживает резервы капитала для того, чтобы можно было увеличивать свои балансы (за счет роста кредитов, освоения новых возможностей и т.д.) без необходимости мобилизации нового капитала или изменения своей политики выплаты дивидендов. Кроме того, эти резервы капитала покрывают затраты, связанные с подачей сигналов, и издержки банкротства, а также сводят к минимуму вмешательство органов надзора.

«Базель-II» благодаря третьему компоненту усиливает прозрачность рисков банков для инвесторов. Например, третий компонент усложняет снижение уровня капитала для руководителей банка. Если акционеры, держатели привилегированных акций и субординированных долговых обязательств, а также владельцы облигаций и вкладчики заинтересованы в среднесрочных перспективах банка, они, вероятно, заставят руководителей банка учитывать уровни капитала в течение всего экономического цикла. То обстоятельство, что в периоды спада мобилизация капитала, как первого, так и второго уровня, сопряжена с большими издержками, также сдерживает поведение руководителей. Хотя резервы капитала банков могут снижаться во время подъемов, это сокращение может быть небольшим. Поэтому вовсе не очевидно, что банки снизят уровни собственного капитала даже если в благоприятный период регулятивный капитал снижается.

В-третьих, *динамика кредита может зависеть от факторов спроса, не связанных с капиталом банка, или может определяться факторами предложения, не связанными напрямую с уровнем резервов капитала банков.* Международные эмпирические данные не позволяют сделать окончательный вывод. Расчеты на основе панельных данных по Испании свидетельствуют о том, что резервы банковского капитала не оказывают существенного воздействия на динамику банковского кредита (Vanco de España, 2006). Напротив, оба других фактора предложения, такие как рентабельность и параметры риска, а также факторы спроса имеют существенное значение. Нефинансовые компании могут частично компенсировать сокращение банковского кредита путем использования торгового кредита, рынков краткосрочного и долгосрочного капитала или даже частного размещения долговых обязательств.

В итоге вовсе не очевидно, что «Базель-II» усугубит кредитные бумы и спады. Проциклический характер в определенной степени, безусловно, неизбежен и целесообразен, если банковский капитал должен быть более тесно связан с принимаемыми рисками, как к тому призывает пруденциальный надзор.

Нормы бухгалтерского учета

Для тех читателей, которых не убедили мои аргументы, существует ответ, связанный с политикой регулирования, либо в рамках системы «Базель-II», либо за ее пределами. В работе Jiménez and Saurina (2006) показаны эмпирические основания политики регулирования банков, базирующейся на антициклическом создании резервов на покрытие потерь по ссудам или на антициклическом требовании к капиталу (в рамках второго компонента). Идея проста, но весьма привлекательна. Ошибки в кредитовании случаются в благоприятное время, когда среди банков и заемщиков широко распространено чувство чрезмерного оптимизма. Именно во время подъемов возрастает кредитный риск в банковских портфелях.

Поэтому в нормах бухгалтерского учета следует отразить эту динамику риска, а органам банковского надзора следует ее признать, и соответственно, необходимо укрепить положения о создании резервов на покрытие потерь по ссудам и/или требования к капиталу. Сделав это, соответствующие органы помогут лучше согласовать стимулы руководителей банков со стимулами банковских инвесторов (в особенности вкладчиков). В то же самое время они будут содействовать макро-

экономической стабильности (то есть сглаживанию экономических циклов).

К сожалению, органы, устанавливающие стандарты бухгалтерского учета, по-видимому, не принимают во внимание пруденциальные аспекты. Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), принятые Европейским союзом в 2005 году и в настоящее время распространяющиеся на другие страны, имеют наиболее проциклический характер. Понесенные потери (указанные в отношении отдельной ссуды или скрывающиеся в пуле однородных ссуд) не связаны с ожидаемыми потерями, то есть они не допускают ориентированных на будущее элементов. Например, МСБУ 39, норма, которая определяет резервы на покрытие потерь по ссудам, не соответствует базовым инструментам измерения кредитных рисков и управления ими, которые используются банками и органами надзора. Кроме того, события после лета 2007 года показывают, как справедливая стоимость может приобрести исключительно проциклический характер, особенно если ликвидность исчезает.

«Проциклический характер в определенной степени, безусловно, неизбежен и целесообразен, если банковский капитал должен быть более тесно связан с принимаемыми рисками, как к тому призывает пруденциальный надзор».

Весьма удивительно наблюдать большое количество споров, вызванных проциклическим характером системы «Базель-II» (хотя «Базель-II» содержит механизмы, для преодоления этой проблемы), и то, в какой степени многие игнорируют проциклический характер норм бухгалтерского учета. Пришла пора принять меры и открыто обсудить потенциал МСФО для усиления циклов бумов и спадов в кредитовании. ■

Литература:

Banco de España, 2006, Financial Stability Report, 05/2006 (Madrid), Box III.1.

Caruana, Jaime, 2005, Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices, Occasional Paper 0507 (Madrid: Banco de España).

Jiménez, Gabriel, and Jesús Saurina, 2006, "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 65–98.

Saurina, Jesús, and Carlos Trucharte, 2007, "An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios," Journal of Financial Services Research, Vol. 32 (October), pp. 81–101.

Taylor, Ashley, and Charles Goodhart, 2006, "Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39," in Procyclicality of Financial Systems in Asia, ed. by Stefan Gerlach and Paul Gruenwald (Houndsmill, Basingstoke: Palgrave Macmillan).

Представленные в статье взгляды необязательно отражают мнение Банка Испании или Евросистемы.

2

Пуская стадо с обрыва. Повторение.

Авинаш Д. Персо
Председатель *Intelligence Capital Limited*;
член попечительского совета *Всемирной ассоциации специалистов по риску (Global Association of Risk Professionals)*

ВЕРНЕМСЯ на 10 лет назад в май 1998 года. Азиатский финансовый кризис все еще разворачивается. Я сижу в дилинговом зале фирмы JPMorgan в Сингапуре. Моя поездка в Джакарту была отменена из-за уличных беспорядков. Валюты стран региона находятся в свободном падении. Местные фондовые рынки переживают обвал. Агентства кредитного рейтинга «услужливо» реагируют, снижая кредитные рейтинги. Хваленая политическая и экономическая стабильность региона рушится на моих глазах. В дилинговом зале JPMorgan мы не можем оторваться от электронных экранов, показывающих каждый момент обвала. Я испытываю первобытное влечение и чувство вины прохожего, который хочет поближе рассмотреть сцену жуткой автомобильной аварии.

Что действительно удивило меня как экономиста по образованию во время обсуждения за холодным пивом Tiger в районе Boat Quay, так это то, что усталые трейдеры признались, что они, продавая активы, руководствовались отнюдь не резким снижением долгосрочной стоимости своих активов. Они продавали, потому что модели риска давали тревожные сигналы, уровни прекращения убытков заставляли их закрывать свои позиции, а снижения рейтингов означали, что они не могут больше держать свои активы.

Когда я вернулся в Лондон, я слышал от инвесторов схожий рассказ: «Я хотел сохранить активы, раз цены так сильно упали, но мои системы риска заставили меня избавиться от активов и не позволяли их покупать». Если быть кратким, то поскольку эти системы рисков основывались на рыночных ценах, а рейтинги коррелировали с ценами, снижения цены вызывали новые снижения цен. Так же, как и сейчас, рынок попал в порочный круг. Позднее, я назвал такое поведение участников рынка «черной дырой ликвидности», когда снижения цен вызывали не охоту за дешевыми активами, как в более спокойные времена, а дальнейшую продажу активов. Но особенно поражало то, что те самые механизмы, которые финансовые организации использовали для снижения риска, превращали снижения цен в системный обвал.

Введение чувствительности к риску

Фирма JPMorgan первой стала разрабатывать модели чувствительности к риску для банков. По существу, мы использовали в модели Марковица (дисперсии относительно среднего) краткосрочные данные о ценах, а затем, применяя модель в обратном направлении, получали оценки рыночного риска, которому подвергался банк, со значительным доверительным уровнем. В маркетинговой компании этот процесс подчеркивался, ибо он показывал с лучшей стороны вычислительные, информационные и интеллектуальные возможности JPMorgan. Процесс произвел большое впечатление на органы регулирования. К апрелю 1995 года эти модели стали у банков стандартной практикой управления капиталом, сопряженным с рыночным риском.

Но эти модели предполагали статистическую независимость. Они не должны работать, если их использовали все участники. Банки и другие организации реагировали на эти чувствительные к риску модели, переводя операции в предпочтительные отрасли, которые в прошлом обеспечивали лучшее соотношение риска и прибыли, и покидая отрасли, кото-

рые такого соотношения не обеспечивали. Но когда чувствительная к риску модель выявила повышение краткосрочной волатильности цен в предпочтительном портфеле, и банк пытался сократить свой фактический риск, многие другие банки пытались сделать то же самое одновременно, увеличивая волатильность и корреляцию и вызывая рост продаж под влиянием моделей. Ликвидность исчезала в черную дыру. Выявление безопасных отраслей благодаря моделям риска превращало их в рискованные отрасли: со все более завышенными ценами активов, с высокой корреляцией и подверженные волатильности. Наблюдалась также обратная ситуация: выявление риска создавало безопасность. Именно поэтому дефолт Аргентины вызвал такую ограниченную цепную реакцию. Специалисты по квантовой физике отметят параллель с принципом неопределенности Гейзенберга. Степень, в которой наблюдение безопасности создает риск, и наоборот, степень, в какой наблюдение риска создает безопасность, связана не с инструментами или отраслями, а с разнообразием информации, использованной в моделях риска.

Риск и кризис в Азии

Многие из мер экономической политики в ответ на кризис в Азии были странными: они казались направленными на достижение политических или культурных целей. (Безусловно, с учетом опыта текущего кризиса, представляется странным, что иностранные должностные лица настойчиво советовали правительствам стран Азии повышать процентные ставки и пойти на банкротство неплатежеспособных банков.) Ответные меры органов регулирования были схожими в том плане, что они игнорировали события «на местах» и призывали к еще большему использованию моделей риска, основанных на ценах, и более широкому применению обычных наборов данных за счет использования кредитных рейтингов и общедоступных сведений о ценах.

«Но особенно поражало то, что те самые механизмы, которые финансовые организации использовали для снижения риска, превращали снижения цен в системный обвал».

Я воочию убедился в том, что хотя чувствительные к риску системы могут помочь банкам управлять своими рисками в спокойные времена, они похожи на ремни безопасности, которые не помогают на большой скорости. Они не являются мерами по предупреждению кризисов — они кризисы усугубляют. Этот урок побудил меня написать эссе для конкурса Жака де Ларозьера 1999 года «Пуская стадо с обрыва: пугающее взаимодействие стадного поведения и методов управления рисками, чувствительными к динамике рынка». Опытные специалисты по управлению рисками откликнулись на эту работу, но представители органов надзора дружно отвергли критику моделей риска, чувствительных к рыночному риску, как слишком теоретическую или радикальную.

Сторонники стандарта «Базель-II» считают благом, что в отличие от системы «Базель-I», «Базель-II» включает показатели рыночного риска, которые используют банки. Я считаю это неисполнением обязанностей по регулированию. Если цель регулирования заключается в том, чтобы более тесно согласовать механизмы внутреннего контроля банков с нормами регулирования, то зачем изначально вводить чрезмерно дорогостоящие меры регулирования? Предоставьте это банковским

механизмам контроля рисков. Основание для регулирования рынков сверх обычного корпоративного права состоит в том, что рыночные механизмы время от времени дают сбои, имеющие разрушительные системные последствия. Если цель регулирования заключается в том, чтобы предотвратить сбои рыночных механизмов, то мы не можем использовать модели риска, которые полагаются на рыночные цены, в качестве инструментов финансового регулирования. Рыночные цены не могут нас спасти от неэффективности рыночных механизмов. Рыночные цены не предсказывают рыночных крахов, если бы они это делали, то крахов бы не было. Чувствительность к риску в качестве принципа регулирования кажется разумной только до тех пор, пока вы о ней не задумались.

История учит нас, что наибольшие сбои рыночных механизмов связаны с оценками риска на протяжении экономического цикла, сделанными участниками рынка. По многим причинам банки и участники рынка недооценивают риски во время фазы подъема, и переоценивают риски на этапе спада. Агентства кредитного рейтинга и их рейтинги являются такой же частью этого цикла, как и все остальные, и текущий кризис вновь это показал. Следовательно, экономические циклы усиливаются циклами бумов и спадов кредита, которые следуют циклу представлений о риске и стремлений принимать риск. Так было всегда на протяжении существования банков и рынков. В фазе подъема участники рынка всегда усматривают некую новую парадигму, которая говорит им, что цикл исчез или что на этот раз ситуация «отличается». Вспомните, как всего 18 месяцев назад спреды по кредитам были близки к рекордно низким величинам.

Текущее сокращение кредита представляет собой именно тот сбой рыночного механизма, который органы регулирования должны попытаться предупредить. В другое время мы можем поспорить, как органы регулирования могут сделать это, но целесообразно отметить, что всякий раз, когда представители этих органов жалуются, что за циклом уследить невозможно, мы уже ожидаем от центральных банков, ведущих таргетирование инфляции, выполнения еще более сложной задачи. Сегодня от таких центральных банков ожидается, что они будут противодействовать прогнозам растущей инфляции, вместо того чтобы действовать наперекор существующей тенденции текущего цикла. Что ясно как божий день, так это то, что включение в регулятивный капитал показателей риска, которые основаны на рыночных ценах, означает, что регулятивный капитал будет следовать циклу, а не противодействовать ему.

В разгар бума модели риска, которые предписываются в первом компоненте системы «Базель-II» и используют рыночные цены или рейтинги агентств кредитного рейтинга, будут подсказывать банкам, что принимаемые ими риски меньше, а обеспеченность капиталом больше, чем окажется на деле при повороте в кредитном цикле. Это будет иметь место даже при новых правилах о выделении чувствительного к риску капитала для забалансовых и сложных инструментов. Те же самые организации, которые сейчас отчаянно пытаются мобилизовать капитал и платят за него так много, что подрывают свою будущую рентабельность (например, Citibank, UBS, Merrill Lynch и другие), всего 12 месяцами раньше согласно внутренним моделям риска имели вполне достаточный капитал.

Рыночная дисциплина, заложенная в третьем компоненте системы «Базель-II», будет наказывать банки, которые будут сохранять чрезмерную капитализацию в течение длительного времени. В разгар бума от банков будут требовать искать новые источники доходов, а не использовать благоприятное время для пополнения резервов. Участники финансовых рынков положительно отметили практику управления риском в банке Northern Rock (Великобритания) меньше чем за шесть месяцев до того, как они были сочтены недостаточными. В июле 2007 года Чарльз Принс, бывший председатель Citigroup, охарактеризовал воздействие моделей рыночного риска и рыночной дис-

циплины на поведение банков, сказав следующие бессмертные слова: «Пока музыка играет, надо встать и идти танцевать».

Содействие порочной банковской практике

Если бы общий подход к риску не являлся достаточно проциклическим, то конкретный подход в основе первого компонента еще больше усиливает проциклический характер и концентрацию риска и кроме того, содействует порочной банковской практике. Хороший банк кредитует заемщиков, которых никто больше не кредитует, потому что у этого банка

«Иными словами, «Базель-II» имеет плохую теоретическую основу. Система пытается использовать рыночные цены для предсказания сбоев рыночных механизмов и разрушает естественное разнообразие оценок риска, приводящее к повышению ликвидности».

есть особые сведения об этих заемщиках. По этой же причине он не кредитует заемщиков, которым дают займы другие кредиторы. Согласно системе «Базель-II» у банков нет стимула применять этот подход к банковскому делу. Вместо того чтобы полагаться на матерых специалистов по кредитному риску, хорошо знающих кредитные операции, «Базель-II» считает более продвинутым применение компьютерных моделей, использующих общедоступную информацию. Но это опять-таки является псевдонаукой. Любая система, в которой участники рынка имеют такие же склонности (к сокращению риска и регулятивного капитала) и используют ту же самую информацию (общедоступные рейтинги, цены и модели, основанные на ценах), заставит банки подобно стаду осваивать и покидать рынки и в конечном итоге приведет к системному краху.

Иными словами, «Базель-II» имеет плохую теоретическую основу. Система пытается использовать рыночные цены для предсказания сбоев рыночных механизмов и разрушает естественное разнообразие оценок риска, приводящее к повышению ликвидности. В конечном итоге она приводит к тому, чего органам регулирования следует избегать: к проциклическому воздействию. Философ сэр Карл Поппер утверждал, что подлинная наука связана с фальсифицируемостью и предсказуемостью. Те, кто критикует тенденцию к использованию мер, чувствительных к риску, общих баз данных по дефолтам и кредитных рейтингов, а также мнение о том, что риск не меняется, когда он передается другим, предсказывали, что эта однородность приведет к передаче рисков туда, где их невозможно заметить, никак не поможет в уменьшении бумов и приведет к системному краху по окончании бумов. Не будем забывать о том, что сторонники системы «Базель-II» заявляли, что эти критические замечания надуманны и что система сейчас намного безопасней, чем когда бы то ни было. ■

Литература:

Nugée, John, and Avinash D. Persaud, 2004, "The Dangers of Being Risk-Averse," *Financial Times*, September 16.

———, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, pp. 66–77.

Persaud, Avinash D., 1999, "Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk-Management Practices"; available at <http://www.erisk.com/ResourceCentre/ERM/persaud.pdf>



Внебиржевые рынки: что это такое?

Рандалл Додд

ФИНАНСОВЫЕ рынки — это сложные организации со своими собственными экономическими и институциональными структурами, которые играют важнейшую роль в определении того, как устанавливаются, или «выявляются», цены. Эти факторы также определяют стабильность и упорядоченность рынка. Как обнаружили держатели непервоклассных облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, и некоторых производных инструментов в месяцы после начала текущих потрясений в августе 2007 года, некоторые виды рынков могут очень быстро стать нестабильными, дезорганизованными или неработоспособными в иных отношениях.

Существует два основных способа организации финансовых рынков — биржа и внебиржевой рынок (ВБР), хотя некоторые последние электронные механизмы стирают эти традиционные различия.

Торговля на бирже

Биржи, будь то фондовые рынки или биржи по торговле производными инструментами, впервые возникли как места для проведения торговых операций. Наиболее известна Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Чикагский торговый совет торгует фьючерсными контрактами с 1851 года, и его недавнее слияние с давним конкурентом, Чикагской товарной биржей, привело к образованию крупнейшей в мире биржи производных инструментов. В развитых и развивающихся странах мира действует более 100 фондовых бирж и бирж производных инструментов.

Но биржа — это не только физическое месторасположение. Биржи устанавливают институциональные правила, регламентирующие торговые операции и обеспечивают средства для передачи информации и клиринговые механизмы, при помощи которых проводятся торговые операции и выполняются послеоперационные виды деятельности для всех ценных бумаг, обращающихся на бирже. На бирже централизуется процесс передачи сообщений о ценах покупателей и продавцов всем прямым участникам рынка, которые могут реагировать на них, продавая или покупая ценные бумаги по одной из указанных котировок или предлагая в ответ другие котировки. В зависимости от биржи, средством передачи информации может быть голос, знак рукой или электронное сообщение. Когда две стороны достигают соглашения, цена, по которой производится операция, передается по всему рынку. В результате складываются равные условия, позволяющие любому участнику рынка покупать по столь же низкой цене или продавать по столь же высокой цене, что и всем другим участникам, при условии, что такой трейдер соблюдает правила биржи.

Появление электронной торговли означает, что биржи не обязательно должны быть местами физического расположения. Действительно, многие традиционные торговые залы закрываются, и передача информации о приказах и их исполнении производится исключительно электронным путем. Лондонская фондовая биржа и фондовая биржа

NASDAQ являются полностью электронными, как и Eurex, вторая крупнейшая в мире биржа по торговле фьючерсами. Многие другие предлагают услуги как торгового зала, так электронной торговли, постепенно сокращая проведение операций в торговом зале. NYSE закупила трейдинговую платформу Archipelago и все больше переходит на электронную торговлю. Биржи производных инструментов, такие как Бразильская товарно-фьючерсная биржа (BM&F) и Группа ЧТБ, ведут торговые операции как через брокерские «питы», так и в электронной форме.

Внебиржевая торговля

В отличие от бирж, внебиржевые рынки никогда не были фактическими «местами». Они представляют собой менее формальные, хотя часто хорошо организованные сети торговых связей, в центре которых находится один или несколько дилеров. Дилеры выступают в качестве «маркет-мейкеров», устанавливая котировки, по которым они будут продавать (цены продавцов) или покупать (цены покупателей), для других дилеров, а также своих клиентов или заказчиков. Это не означает, что для других дилеров они устанавливают те же цены, которые они назначают клиентам, и они не обязательно устанавливают одинаковые цены для всех клиентов. Кроме того, дилеры внебиржевого рынка ценных бумаг могут устранить по определению цен на рынке, что приводит к истощению ликвидности, то есть способности купить или продать ценную бумагу. Коротко говоря, внебиржевые рынки являются менее прозрачными и функционируют, следуя меньшему числу правил, чем биржи. Все ценные бумаги и производные инструменты, связанные с текущими финансовыми потрясениями, обращались на внебиржевых рынках.

Дилеры внебиржевого рынка передают свои котировки продавцов и покупателей и договариваются о ценах исполнения по телефону или, все чаще, при помощи мгновенных сообщений, хотя этот процесс часто дополняется использованием электронных информационных бюллетеней, в которых дилеры помещают свои котировки. Процесс ведения переговоров по телефону, как между клиентом и дилером, так и между дилерами, известен под названием двустороннего трейдинга, так как котировки или цены исполнения напрямую известны только двум участникам рынка. Другие участники рынка не причастны к этой операции, хотя некоторые брокерские рынки помещают объявления о ценах исполнения и размерах операций. Однако не все имеют доступ к брокерским дисплеям, и не все участники рынка могут торговать по этой цене. Хотя процесс двусторонних переговоров часто является высокоавтоматизированным, трейдинговый механизм не считается обменом, так как он не открыт для всех участников в равной мере.

Внебиржевые рынки имеют, по существу, два аспекта. На **клиентском рынке** двусторонние торговые операции проводятся между дилерами и их клиентами, такими как физические лица или хеджевые фонды. На **междилерском рынке** дилеры назначают цены друг для друга и могут быстро пере-

давать другим дилерам часть рисков, которые они несут при проведении торговых операций с клиентами, например, принимая большую, чем им хотелось бы, позицию по конкретной ценной бумаге. Дилеры могут напрямую связываться по телефону с другими дилерами и своими основными клиентами, так что участник рынка может позвонить одному дилеру, чтобы узнать котировку, повесить трубку и позвонить другому дилеру, затем третьему, за считанные секунды проверив котировки нескольких дилеров. Инвестор может позвонить по телефону несколько раз, с тем чтобы получить представление о рынке со стороны клиента. Но клиенты не имеют доступа к рынку операций между дилерами.

Некоторые внебиржевые рынки, особенно сегменты междилерского рынка, пользуются услугами брокеров, которые помогают участникам рынка получить более широкое представление о рынке. Дилеры посылают котировки брокеру, который фактически транслирует эту информацию по телефону. Брокеры часто выпускают электронные информационные бюллетени, чтобы предоставить своим клиентам (дилерам) возможность мгновенно сообщать котировки всем другим дилерам, входящим в сеть данного брокера. Электронный бюллетень показывает цены продавцов, покупателей и иногда также цены исполнения. Как правило, конечные потребители не имеют доступа к брокерским дисплеям, и поэтому они обычно не получают полной информации об изменениях цен и спредах между курсами продавцов и покупателей на междилерском рынке. Иногда дилеры могут проводить торговые операции при помощи дисплея. В других случаях дисплеи выполняют лишь информационную функцию, и дилер должен проводить операции через брокера или звонить другим дилерам напрямую, чтобы исполнить торговую операцию. Кроме того, дилеры могут звонить брокерам и другим дилерам напрямую, чтобы объявлять котировки и узнавать котировки, которые не значатся на дисплеях электронных бюллетеней брокеров.

Прогресс в разработке электронных трейдинговых платформ изменил процесс проведения торговых операций на многих внебиржевых рынках, и это иногда стирает различие между традиционными внебиржевыми рынками и биржами. В некоторых случаях электронные брокерские платформы позволяют дилерам и некоторым другим участникам рынка, не являющимся дилерами, представлять котировки напрямую в электронную систему и исполнять торговые операции напрямую через нее. Это имитирует многосторонние торговые операции, которые являются отличительной чертой биржи — но только для прямых участников. В отличие от биржи, где каждый участник обменной операции имеет доступ к системе, в этих электронных механизмах может предусматриваться дифференцированный подход к участникам, в зависимости, к примеру, от их размеров или кредитного рейтинга. Кроме того, клиринг и расчеты по торговым операциям по-прежнему остаются обязанностью покупателя и продавца, в отличие от биржевых сделок, при которых торговые операции балансируются и гарантируются биржей.

Внебиржевые рынки и финансовый кризис

Архитектура внебиржевых рынков помогает объяснить, почему облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (в которых риск, связанный с базовыми активами, разделяется на несколько частей, каждая из которых продается отдельно),

и другие структурированные ценные бумаги оказались проблематичными в ходе текущего кризиса. Проблемы возникли также в связи с производными кредитными инструментами, коммерческими ценными бумагами, муниципальными облигациями и секьюритизированными студенческими ссудами. Все они продавались на внебиржевом рынке, которые были ликвидными и хорошо работали в обычные времена. Но они не смогли продемонстрировать устойчивость по отношению к рыночным потрясениям и стали неликвидными и неработоспособными. Это привело к двум серьезным осложнениям: неспособности оценить стоимость своих активов и неспособности продать их.

В отсутствие ликвидных и упорядоченных рынков не существует процесса выявления цен и, как следствие, отсутствует простой и четкий способ оценки стоимости ценных бумаг. Одна из проблем, с которой продолжают сталкиваться финансовые учреждения, такие как коммерческие банки и инвестиционные фирмы, заключается в сложности выполнения требований по раскрытию и представлению информации в отсутствие рыночных цен, которые можно было бы использовать для оценки активов и позиций по производным инструментам. Помимо того, что рыночные цены отсутствуют, зачастую не существует и контрольных цен (то есть цен на активы, аналогичные тем, стоимость которых нужно определить). В итоге активы, которые ранее оценивались по рыночной цене (или, по крайней мере, по эквивалентной контрольной цене) теперь рассчитываются на основе моделей без адекватных данных. Повышенный упор на такие стоимостные оценки еще больше подрывает доверие рынка, так как участники не знают стоимости своих собственных активов и активов других сторон.

Дилеры, столкнувшись с дефицитом финансирования в своих балансах и имея избыточное количество неликвидных активов на другой стороне баланса, ушли с рынков. Резкое повышение изменчивости привело к тому, что продолжать выступать в роли маркет-мейкера стало особенно опасно и «накладно». С уходом дилеров перестали проводиться торговые операции, особенно с такими ценными бумагами, как облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, муниципальные облигации и производные кредитные инструменты. Без покупателей инвесторы не могли уменьшить убытки, продав убыточные позиции, и они не могли продать эти позиции, чтобы удовлетворить требования по предоставлению большего залогового обеспечения по ссудам, за счет которых финансировались другие активы. Таким образом, неликвидность на внебиржевых рынках стала одной из причин, обусловивших глубину и широту финансового кризиса.

Многие из этих рынков не вернулись в нормальное операционное состояние. Центральные банки предоставили рынку дополнительные средства (ликвидность финансирования), но они не могут напрямую восстановить готовность покупателей и продавцов торговать ценными бумагами (торговую ликвидность). Если директивные органы не примут мер по улучшению практики установления цен дилерами внебиржевого рынка, может пройти долгое время, прежде чем условия позволят вернуться к тому уровню торговой ликвидности, который существовал до лета 2007 года. ■

Рандалл Додд — советник в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала.

Сколько расстыковки? Сколько конвергенции?

М. Эйхан Коуз, Кристофер Отрок и Ишвар Прасад

Циклы деловой активности, вполне возможно, сближаются между промышленно развитыми странами и странами с формирующимся рынком, но между двумя этими группами, по-видимому, идет процесс «расстыковки»

ГЛОБАЛЬНЫЙ экономический ландшафт коренным образом изменился за последние десятилетия. Одной из движущих сил этих изменений была усиливающаяся экономическая интеграция в связи с расширением глобальных торговых и финансовых связей. Только за прошедшие два десятилетия общий объем международной торговли более чем утроился, а объем трансграничных финансовых потоков возрос более чем в девять раз.

Другим важным фактором было усиление роли стран с формирующимся рынком. Хотя США остаются крупнейшей и наиболее влиятельной мировой экономикой, за прошедшее

десятилетие страны с формирующимся рынком заняли достойное место в мировой экономике. Согласно новым данным, учитывающим различия в покупательной способности национальных валют, на долю стран с формирующимся рынком как группы приходится почти 40 процентов мирового объема производства, что на 25 процентов больше, чем два десятилетия назад. Страны с формирующимся рынком стали важным фактором мирового роста ввиду их растущего экономического влияния и более высоких темпов роста по сравнению с основными промышленно развитыми странами. Примечательно, что в 2007 году доля Китая в росте мирового ВВП,



измеряемая по рыночным обменным курсам, была сама по себе больше, чем доля США. Рост экономики стран с формирующимся рынком в совокупности составил основную часть мирового роста в период с 2000 по 2007 год (см. рис. 1).

Эти коренные изменения мирового экономического устройства вызывают вопросы относительно актуальности традиционного представления о том, что «когда экономика США чихает, остальной мир подхватывает простуду». В самом деле, идет жаркая дискуссия о том, происходит ли конвергенция глобальных циклов деловой активности, или же странам с формирующимся рынком удалось «расстыковаться» с колебаниями циклов деловой активности США. Это традиционное представление ставится под вопрос, поскольку в странах с формирующимся рынком сохраняются высокие темпы роста, несмотря на относительно вялый рост в США и ряде промышленно развитых стран (см. рис. 2). Некоторые наблюдатели даже утверждают, что США и другие промышленно развитые страны сами стали более зависимыми от спроса со стороны быстро растущих формирующихся рынков.

Нет сомнений в том, что финансовые рынки по всему миру тесно связаны между собой, и шоки в одной части глобальной финансовой системы могут оказывать, и часто оказывают, значительное и незамедлительное воздействие на другие части системы. Однако все еще неясно, действительно ли все более широкие вторичные эффекты шоков на финансовых рынках приводят к усилению связей между циклами деловой активности, то есть вторичным эффектам, затрагивающим реальные макроэкономические переменные, такие как ВВП. Пока нет единого мнения о том, приводят ли более емкие и взаимосвязанные финансовые рынки к снижению уязвимости в реальном секторе мировой экономики, или же они просто служат механизмом, увеличивающим масштаб шоков и усиливающим их воздействие. Это весьма важный вопрос с точки зрения международной макроэкономической и финансовой стабильности. Он также имеет существенное значение для директивных органов в их попытках подстраивать меры экономической политики с учетом шоков, исходящих из других стран.

Чего же следует ожидать? С одной стороны, более тесные экономические связи между странами с формирующимся рынком и промышленно развитыми странами должны укрепить взаимосвязь между их циклами деловой активности. С другой стороны, тот факт, что страны с формирующимся рынком сами стали двигателями мирового роста, позволяет предположить, что изменения в США и других промышленно развитых странах будут вызывать меньшие вторичные эффекты, поскольку рост в странах с формирующимся рынком отчасти изолирует мировой цикл деловой активности от спадов (и бумов) в промышленно развитых странах. Обе эти версии правдоподобны, поэтому этот вопрос можно решить только путем анализа имеющихся данных.

Сейчас, когда экономика США находится на грани рецессии (или, возможно, уже вступила в рецессию), эта дискуссия обострилась. Растет обеспокоенность относительно возможных вторичных эффектов для мировой экономики, которая усугубляется быстрым распространением шоков на мировых финансовых рынках, примером чего являются глобальные последствия проблем на ипотечных рынках США.

В настоящей статье мы применили новый подход, чтобы выяснить, какой процесс (конвергенция или расстыковка) в большей степени характеризует колебания международных циклов деловой активности. В итоге мы получили неожиданный ответ, вызывающий удивление. Хотя наше исследование основано на данных за прошлый период (с 1960 по 2005 год), проведенный анализ выявил некоторые любопытные закономерности в данных, существенные для текущей дискуссии.

Измерение циклов деловой активности

Традиционный подход к измерению циклов деловой активности состоит в рассмотрении колебаний национального объема производства, или ВВП, относительно устойчивого трендового темпа роста. Разумеется, даже этот базовый трендовый темп роста экономики может со временем меняться, поэтому трудно точно определить поворотные точки циклов деловой активности. Кроме того, объем производства является лишь одним из нескольких показателей экономической активности.

Рисунок 1

Усиление экономического влияния

Страны с формирующимся рынком стали движущей силой глобального роста.

(Доли в глобальном росте, рассчитанные по обменным курсам на основе ППС; в среднем за период, в процентах)¹

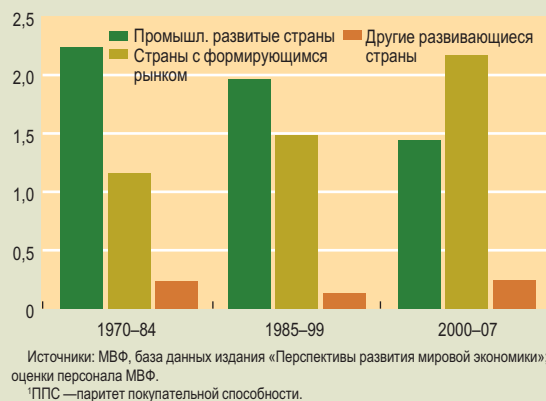
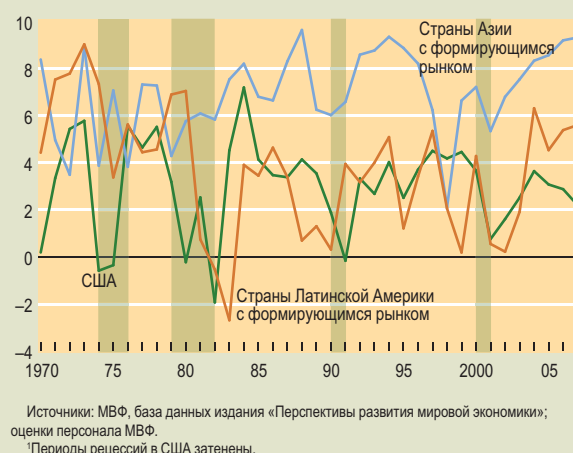


Рисунок 2

Новое традиционное мышление?

Раньше страны с формирующимся рынком «подхватывали простуду, когда экономика США чихала», но в последние годы ситуация, по-видимому, изменилась.

(Рост реального ВВП, годовое изменение в процентах)¹



Существует давняя традиция использовать более широкий набор макроэкономических переменных для выявления поворотных точек национальных циклов деловой активности. В частности, официальный арбитр циклов деловой активности США — Комитет по определению сроков циклов деловой активности при Национальном бюро экономических исследований — учитывает не только ВВП, но и промышленное производство, занятость, доход и оптовые и розничные продажи при определении состояния циклов деловой активности США.

«Наиболее поразительным результатом является то, что относительное влияние глобальных факторов на колебания убывает с течением времени как в промышленно развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком».

Мы применяем аналогичный подход в том смысле, что наша методология позволяет нам одновременно анализировать колебания трех основных макроэкономических переменных по каждой стране: объема производства, потребления и инвестиций. Это помогает нам получать более точные и устойчивые оценки глобальных и национальных циклов деловой активности.

Даже если можно с уверенностью установить сроки циклов деловой активности, остается дополнительный вопрос о том, обусловлены ли эти колебания внутренними факторами (например, денежно-кредитной или налогово-бюджетной политикой) или внешними факторами. Внешние факторы могут включать глобальные шоки, такие как крупные изменения цен на нефть, или же исходить из крупной страны, такой как США, и передаваться другим странам. Каким образом можно разграничить эти различные источники колебаний циклов деловой активности?

Мы используем относительно новую эконометрическую методологию для разделения факторов, определяющих национальные циклы деловой активности, на глобальные, групповые и страновые факторы. Эта методология позволяет отражать распространение вторичных эффектов, связанных с колебаниями цикла деловой активности, между странами без каких-либо жестких допущений относительно размера, направления или временных характеристик этих эффектов. Глобальный фактор представляет колебания, общие для всех стран и всех трех переменных в каждой стране. Групповой фактор отражает колебания, присущие конкретной группе стран. Страновой фактор учитывает колебания, которые являются общими для всех трех переменных в данной стране, но характеризуют только эту страну.

Мы применяем эту методологию на основе более широкого набора данных по сравнению с тем, который использовался в большинстве предыдущих исследований международных циклов деловой активности. Набор данных включает 106 стран, которые в совокупности составляют более 90 процентов в мировом объеме производства, и охватывает период с 1960 по 2005 год. Выборка стран разделяется на три группы — 23 промышленно развитые страны, 24 страны с формирующимся рынком и 59 других развивающихся стран (с низкими доходами). В качестве стран с формирующимся рынком взяты страны, входящие в индекс стран с формирующимся рынком, составляемый агентством Morgan Stanley, хотя в список не включены страны с переходной экономикой (по которым отсутствовали достаточные данные за период до 1990-х годов) и включены САР Гонконг, Венесуэла и Сингапур. Различие между этими двумя группами стран, не относящихся к промышленно развитым, которые часто объединяются в одну группу, оказывается существенным для нашего анализа.

Что влияет на циклы деловой активности?

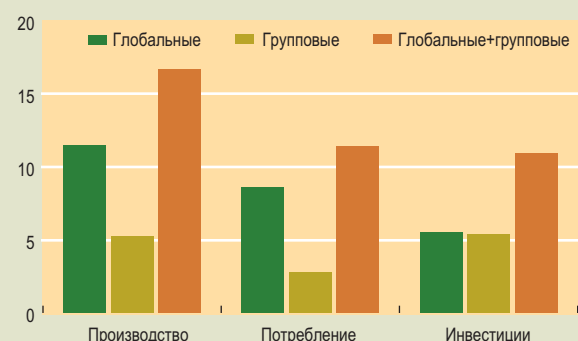
Вначале анализируется относительная значимость различных факторов для колебаний цикла деловой активности за период с 1960 по 2005 год. Вместо того чтобы показывать результаты отдельно по каждой стране, указываются средние значения по каждой группе стран или, при рассмотрении конкретной переменной, среднего значения этой переменной для всех стран.

Рисунок 3

Роль общих факторов

Значительная часть колебаний цикла деловой активности объясняется общими факторами, что подтверждает наличие мирового цикла деловой активности.

(Средняя доля колебаний цикла деловой активности, в процентах)



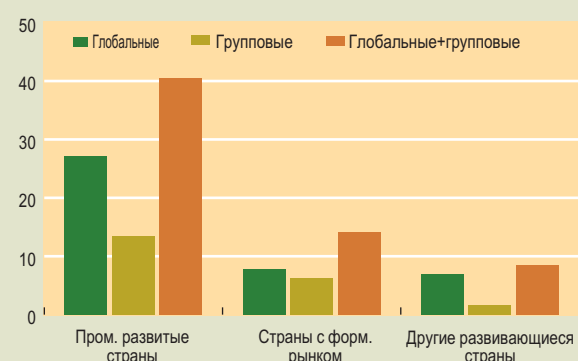
Источник: Kose, Otrok, and Prasad (2008).

Рисунок 4

Значение интеграции

Глобальный фактор играет наиболее существенную роль в росте производства в промышленно развитых странах.

(Средняя доля колебаний роста производства, в процентах)



Источник: Kose, Otrok, and Prasad (2008).

Значительная доля колебаний мировых циклов деловой активности объясняется общими факторами — глобальным фактором и соответствующими групповыми факторами (см. рис. 3). Их совокупная доля в колебаниях объема производства в среднем составляет около 17 процентов. Это значение может показаться низким, однако это весьма примечательный показатель, учитывая многочисленную и разнообразную по составу группу стран в нашем анализе и то, что мы измеряем общие колебания трех макроэкономических переменных. Тот факт, что национальные циклы деловой активности в существенной степени объясняются общими факторами, подразумевает, что действительно существует «мировой цикл деловой активности».

Интересно то, что доля колебаний объема производства, которую можно объяснить общими факторами, выше соответствующей доли колебаний потребления. Это неожиданный результат, поскольку, согласно общепринятой экономической теории, глобализация должна позволять странам диверсифицировать свои источники дохода и обеспечить возможность для более тесной корреляции темпов роста их потребления по сравнению с темпами роста ВВП. Таким образом, колебания потребления должны в большей степени определяться общими факторами, чем колебания объема производства. Вместе с тем наши выводы согласуются с другими полученными за последнее время данными о том, что финансовая глобализация пока не дала возможности странам с формирующимся рынком и другим развивающимся странам добиться лучших результатов в распределении риска.

Средняя доля колебаний роста объема производства, объясняемая глобальным фактором, наиболее велика в случае промышленно развитых стран (см. рис. 4). Этого можно было ожидать, поскольку группа промышленно развитых стран наиболее интегрирована в мировую систему торговли и финансов. Глобальные факторы в среднем менее значимы для циклов деловой активности в странах с формирующимся рынком и весьма незначительны для колебаний в других развивающихся странах.

Меняющаяся динамика

Изменилась ли относительная значимость различных факторов в результате усиления глобальной интеграции за прошедшие два десятилетия? Для целей настоящего исследования мы разбили выборку на два периода: 1960–1984 и 1985–2005 годы. Глобальная интеграция как торговых, так и финансовых потоков резко ускорилась в середине 1980-х годов, когда ряд стран активизировали свою деятельность по либерализации трансграничных потоков товаров и капитала. Например, за прошедшие два десятилетия, доля стран, снявших торговые ограничения (такие как тарифы и квоты), в нашей выборке возросла с 20 процентов до почти 70 процентов. Резко повысилась доля стран, отменивших меры контроля над трансграничными потоками капитала — с 30 процентов до 80 процентов. Эти изменения привели к впечатляющему росту глобальных торговых и финансовых потоков с середины 1980-х годов, как в абсолютном выражении, так и относительно мировых доходов, поэтому эта дата является логической точкой разделения выборки на два периода: период до глобализации и период глобализации.

Напомним, что, согласно гипотезе конвергенции, значимость глобального фактора должна с течением времени повышаться, тогда как гипотеза расстыковки указывает на то, что она должна идти на убыль. Что же мы выяснили? Наиболее поразительным результатом является то, что относительное влияние глобальных факторов на колебания убывает с течением времени как в промышленно развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком (см. рис. 5). В промышленно развитых странах средняя доля гло-

бального фактора резко снижается, с 28 процентов до 9 процентов. Значительное снижение происходит также в странах с формирующимся рынком: с 13 процентов до 4 процентов. Значимость групповых факторов, напротив, повысилась в обеих этих группах, почти в точности компенсировав снижение значимости глобального фактора. Относительное воздействие группового фактора повышается с 17 процентов до 31 процента в промышленно развитых странах и с 3 процентов до 9 процентов в странах с формирующимся рынком. Таким образом, происходит конвергенция циклов деловой активности внутри групп промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком, но в то же время имеет место расстыковка циклов деловой активности между двумя группами.

Полезным показателем степени синхронизации циклов деловой активности во всем мире является сумма долей дисперсии глобальных и групповых факторов. Общая значимость этих двух общих факторов остается весьма стабильной во всех трех группах стран. Иными словами, степень синхронности международных циклов деловой активности не изменилась, но синхронизация циклов переместилась с глобального уровня на уровень конкретных групп стран.

Рисунок 5

Неоднозначная ситуация

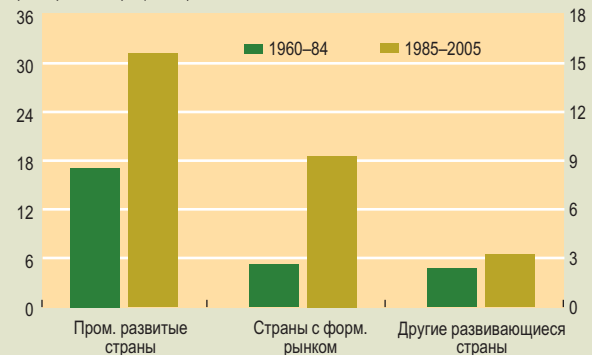
Роль глобального фактора в колебаниях цикла деловой активности уменьшилась, . . .

(Средняя дисперсия объема производства, обусловленная глобальным фактором, в процентах)



. . . но факторы, присущие каждой группе стран, стали играть более важную роль.

(Средняя дисперсия объема производства, обусловленная групповыми факторами, в процентах)



Источник: Kose, Otrok, and Prasad (2008).

Примечание. Доли дисперсии для промышленно развитых стран указаны по левой шкале, а для стран с формирующимся рынком и других развивающихся стран — по правой шкале.

Мы получили аналогичные результаты при рассмотрении колебаний потребления и инвестиций. Мы также проанализировали чувствительность полученных результатов, например, чтобы убедиться в том, что они не определяются исключительно всплесками кризиса или небольшой группой стран (например, в Азии). Мы также убедились в том, что результаты не чувствительны к изменению года, который принят в выборке в качестве границы между периодом до глобализации и периодом глобализации.

Наконец, мы рассматривали не только средние значения по группам стран, но и результаты по отдельным странам. Описанные выше результаты еще более убедительны на страновом уровне: для большинства промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком относительная значимость глобального фактора снижается, а относительная значимость соответствующего группового фактора возрастает. Например, среди промышленно развитых стран, доля глобального фактора в дисперсии снижается во втором периоде относительного первого периода в 16 странах, остается без изменений в 6 странах и повышается только в одной стране. Относительная значимость группового фактора характеризуется обратной динамикой: она повышается в 13 странах и снижается в двух. При рассмотрении стран с формирующимся рынком обнаруживаются весьма сходные тенденции: относительная значимость глобального фактора снижается в 12 странах и повышается лишь в двух странах. Относительная значимость группового фактора, напротив, возрастает в 14 странах с формирующимся рынком и не снижается ни в одной из них.

Пояснения к результатам

Чем могут объясняться полученные результаты? Несомненно, в период с 1960 по 1984 год произошел ряд крупных глобальных шоков: два нефтяных шока и эпизод одновременно снижения инфляции в 1980-е годы. Но начиная с середины 1980-х годов (период глобализации) число крупных общих шоков сократилось, и уменьшилась их роль в объяснении колебаний международного цикла деловой активности.

Кроме того, укрепились связи внутри групп. Во-первых, интеграция в группе промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком проходит более высокими темпами, чем общий процесс интеграции. В частности, доля торговли между странами группы в общем объеме торговли стран с формирующимся рынком почти удвоилась за прошедшие два десятилетия. Этому сопутствовало снижение доли торговли стран с формирующимся рынком с промышленно развитыми странами. Фактически объем торговли стран с формирующимся рынком с группой промышленно развитых стран в общем объеме торговли стран с формирующимся рынком сократился с 70 процентов до 50 процентов. Во-вторых, финансовые связи между странами внутри каждой группы со временем также становятся прочнее.

Кроме того, динамика диверсификации производства и торговли приводит к сближению отраслевых структур производства между странами в каждой группе. В результате этих изменений шоки на уровне групп стали более важным фактором циклов деловой активности в странах с формирующимся рынком и промышленно развитых странах. Неудивительно, что значимость глобальных и групповых факторов для циклов деловой активности в других развивающихся странах —

группе, наименее подверженной действию сил глобализации, — почти не изменилась с течением времени.

Связи с текущим финансовым кризисом

Что означают эти результаты для дискуссии о том, какая тенденция характеризует национальные циклы деловой активности — глобальная конвергенция или расстыковка? Установленные нами факты указывают на необходимость дифференцированного подхода к этой дискуссии. Вопреки гипотезе конвергенции, усиление торговой и финансовой интеграции не обязательно связано с глобальной конвергенцией циклов деловой активности, о чем свидетельствует снижение значимости глобального фактора. Вместе с тем, некоторые признаки конвергенции наблюдаются на другом уровне. Усиливающаяся экономическая интеграция между промышленно развитыми странами и между странами с формирующимся рынком связана с формированием групповых циклов.

Коротко говоря, с течением времени происходит конвергенция циклов деловой активности между промышленно развитыми странами и между странами с формирующимся рынком, но одновременно наблюдается расхождение, или расстыковка, циклов деловой активности между этими двумя группами стран.

Не следует воспринимать полученные результаты как безоговорочную поддержку гипотезы расстыковки в контексте проходящих в настоящее время обсуждений возможных вторичных эффектов рецессии в США. Во-первых, рассмотренные результаты получены на основе большой группы промышленно развитых стран, а не только США. Во-вторых, по опыту прошлых эпизодов циклов деловой активности можно предположить, что глубокая и затяжная рецессия в США вызвала бы намного более значительные вторичные эффекты, чем умеренная и кратковременная рецессия. Хотя описанные долгосрочные изменения свидетельствуют о том, что страны с формирующимся рынком как группа становятся самостоятельной движущей силой мирового роста, их потенциал в отношении расстыковки по-прежнему зависит от продолжительности и тяжести экономического спада в США.

Кроме того, в анализе рассматриваются связи посредством реальных макроэкономических агрегатов, но не учитываются финансовые связи. Иными словами, полученные результаты не позволяют судить о возможности финансовой расстыковки (или ее отсутствии). Потрясения на глобальных финансовых рынках за прошедшие полгода ясно показали, что в эпоху тесно взаимосвязанных финансовых рынков продолжительный период финансовой расстыковки весьма маловероятен. ■

Кроме того, в анализе рассматриваются связи посредством реальных макроэкономических агрегатов, но не учитываются финансовые связи. Иными словами, полученные результаты не позволяют судить о возможности финансовой расстыковки (или ее отсутствии). Потрясения на глобальных финансовых рынках за прошедшие полгода ясно показали, что в эпоху тесно взаимосвязанных финансовых рынков продолжительный период финансовой расстыковки весьма маловероятен. ■

М. Эйхан Коуз — экономист в Отделе финансовых исследований Исследовательского департамента МВФ. Кристофер Отрок — доцент Университета штата Вирджиния. Ишвар Прасад — старший профессор торговой политики по фонду Нандлала П. Толани в Корнельском университете.

Настоящая статья основана на материалах подготовленного авторами Рабочего документа МВФ "Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?" («Глобальные циклы деловой активности: конвергенция или расстыковка?»), который готовится к выпуску.



Поворачивая вспять динамику валютных курсов

Опционные трейдеры евро/долларов на Чикагской товарной бирже.

ПРАВИТЕЛЬСТВА стран с развитой экономикой в основном стараются не вмешиваться в работу валютных рынков, позволяя рыночным силам определять стоимость их валют. Это делается отчасти из теоретических соображений, так как считается, что рынки в целом правильно формируют курсы валют. Однако в некоторой степени нежелание вмешиваться исходит из очевидно смешанных результатов предыдущих интервенций, в особенности в середине и конце 1980-х годов, когда делались попытки поддержать ведущие валюты или предотвратить слишком быстрый рост их курса.

Правительства стран с развитой экономикой в основном стараются не вмешиваться в работу валютных рынков, позволяя рыночным силам определять стоимость их валют. Это делается отчасти из теоретических соображений, так как считается, что рынки в целом правильно формируют курсы валют. Однако в некоторой степени нежелание вмешиваться исходит из очевидно смешанных результатов предыдущих интервенций, в особенности в середине и конце 1980-х годов, когда делались попытки поддержать ведущие валюты или предотвратить слишком быстрый рост их курса.

Обеспокоенность в последнее время резкими колебаниями доллара и других ведущих валют, нашедшая отражение в заявлении, сделанном в апреле Группой семи (G-7) ведущих промышленно развитых стран на Весенних совещаниях МВФ и Всемирного банка, вновь выдвигает на передний план возможность интервенций на валютных рынках. Однако

если директивные органы решат вновь проводить интервенции на валютных рынках, будут ли они успешными?

Согласно теории, можно легко воздействовать на обменный курс. Чтобы *укрепить* курс валюты, центральному банку достаточно повысить ставку интервенции. Поскольку спрос на валюту со стороны инвесторов, стремящихся к увеличению прибыли, увеличивается, курс валюты повышается. Снижая процентные ставки, центральный банк может *понизить* обменный курс. В реальных условиях проблема заключается в том, что эти действия сопряжены с издержками: центральный банк подчиняет свою денежно-кредитную политику достижению целевого показателя обменного курса вместо решения более привычных внутренних задач контроля над инфляцией, поддержания экономической активности или обеспечения ликвидности в периоды напряженности в финансовом секторе.

Чтобы обойти эту проблему, центральные банки изобрели метод, именуемый стерилизацией, с тем чтобы разъединить воздействие денежно-кредитной политики на обменный курс и решение внутренних задач. Идея заключается в том, чтобы компенсировать покупки или продажи центральным банком иностранной валюты операциями на внутреннем открытом рынке (операциями продажи или покупки государственных облигаций), в результате которых денежная масса или ставка интервенции должны оставаться неизменными. Например, если правительство США проводит интервенцию в поддержку доллара (используя свои авуары в иностранной валюте для покупки долларов), это ведет

Для успешной интервенции на валютных рынках центральные банки должны действовать сообща

Атиш Гош

к изъятию долларов из обращения и уменьшению денежной массы, что эквивалентно повышению процентных ставок — вряд ли отрадная мера, если экономика находится на грани спада. Чтобы «стерилизовать» эту операцию, ФРС покупает казначейские ценные бумаги США на открытом рынке для вливания в систему долларов, возвращая тем самым денежную массу и процентную ставку к их изначальному уровню.

Однако если при стерилизованной интервенции процентная ставка не меняется, почему она должна влиять на обменный курс? Действительно, в мире с идеальной взаимозаменяемостью активов, совершенной информацией и полностью ликвидными рынками она не будет на него влиять.

Виды механизмов

Экономисты выявили три основных механизма, посредством которых стерилизованная интервенция может влиять на обменный курс: механизм баланса портфеля, механизм сигналов и микроструктурный механизм.

Посредством *механизма баланса портфеля* относительное предложение активов влияет на премию за риск и, следовательно, обменный курс. Предположим, что центральный банк пытается понизить курс своей валюты относительно доллара США. Для этого он покупает доллары в обмен на свою валюту. Поскольку это ведет к увеличению денежной массы, центральный банк стерилизует интервенцию путем продажи за национальную валюту государственных облигаций, выраженных в этой валюте, возвращая таким образом денежную массу к первоначальному уровню. Чистым результатом этого является увеличение предложения облигаций, выраженных в национальной валюте. Если активы не являются идеально взаимозаменяемыми, увеличение относительного предложения облигаций ведет к повышению премии за связанный с ними риск, что, в свою очередь, ведет к понижению обменного курса.

Хотя имеются данные о том, что активы на являются идеально взаимозаменяемыми, само описание того, как должен работать механизм баланса портфеля, ясно показывает, что на практике он будет иметь ограниченное применение в случае ведущих валют. Запас активов в обращении столь велик, что для того, чтобы оказать заметное воздействие на премию за риск и, следовательно, обменный курс, потребуется интервенция огромного масштаба.

Посредством *механизма сигналов* центральный банк сообщает участникам рынка о своих намерениях в отношении направления политики или доводит до их сведения конфиденциальную информацию, которой он может располагать относительно будущего предложения валюты или спроса на нее (или, что равносильно, относительно траектории процентных ставок). В результате может возникнуть виртуальный цикл ожиданий: например, если центральный банк дает рынку достоверные сигналы о том, что, по его мнению, обменный курс является завышенным — и он готов при необходимости изменить ставку интервенции, — рыночные ожидания приведут к продаже валюты, что, как и требовалось, ослабит ее курс.

Однако почему центральный банк не может просто объявить о своих намерениях или предоставить информацию? Почему необходимы интервенции, чтобы сигналы были восприняты как достоверные? Причиной может быть то, что интервенции показывают, что центральный банк «готов финансово подкрепить свои заявления». Рассмотрим случай покупки центральным банком иностранной валюты для понижения курса собственной валюты. Если курс его валюты впоследствии повышается, центральный банк терпит убыток по бухгалтерским книгам в результате покупки иностранной валюты. Даже для крупных центральных банков такие убытки могут быть политически обременительными, и именно это может убедить участников рынка в том, что центральный банк

реализует (при необходимости путем нестерилизованных интервенций) свои намерения в области политики, о которых он сигнализирует, проводя стерилизованные интервенции.

Некоторые последние исследования показывают, что *микроструктура* рынка — мимолетный поток приказов на покупку и продажу — может влиять на цены на активы, так как эти потоки косвенным образом информируют участников рынка. Меняя поток приказов, интервенция центрального банка может воздействовать на обменный курс.

Аналогичным образом, если интервенция центрального банка оказывается успешной и обменный курс меняется, некоторые участники рынка могут «последовать за потоком» и усилить эффект интервенции, что приведет к преодолению ключевых технических уровней или «точек сопротивления» обменного курса. Если существует большое количество технических трейдеров (участников рынка, проводящих операции на основе технического анализа), первоначальная интервенция может оказать непропорционально большой эффект, особенно если считается, что обменный курс далек от своего равновесного уровня.

Наконец, если стерилизованная интервенция оказывает небольшое или только временное воздействие на уровень обменного курса, повторные интервенции могут иметь долгосрочные последствия для волатильности обменного курса. В действительности центральные банки часто проводят интервенции, когда происходят нарушения в рыночных условиях, а волатильность считается чрезмерной.

Некоторые варианты интервенций

Центральный банк, в частности, должен выбрать, *проводить ли интервенции открыто или скрытно* (хотя ни одна интервенция не может быть полностью скрытой ввиду ее воздействия на поток приказов, как было показано выше). Механизм сигналов, безусловно, будет более эффективен, когда интервенция объявляется. Но центральный банк может пожелать вначале «прощупать почву», чтобы понять глубину и базовую волатильность рынка, путем проведения скрытой интервенции. Это также имеет то преимущество, что доверие к центральному банку не пострадает, если интервенция окажется неудачной и обменный курс не изменится в желаемом направлении.

В некоторых экономических условиях предпочтительны скрытые интервенции. Предположим, что центральный банк располагает некоторой конфиденциальной информацией, которая, если ее раскрыть рынку, вызовет резкое негативное изменение обменного курса (например, центральный банк был предупрежден о «плохих» показателях платежного баланса). В этом случае открытая интервенция раскроет эту информацию, что приведет к нежелательно резкому изменению обменного курса. Проводя скрытую интервенцию, центральный банк частично раскрывает информацию и, таким образом, заставляет обменный курс меняться в правильном направлении, избегая резких изменений при объявлении информации (например, торговых данных).

Кроме того, требуется принятие решения, проводить ли интервенции самостоятельно или в координации с одним или несколькими центральными банками. Скоординированные интервенции, безусловно, скорее будут эффективны. В случае механизма баланса портфеля важно относительное предложение активов: если сумма непогашенных активов одной страны увеличивается, а другой уменьшается, это, очевидно, окажет соответствующее более сильное воздействие на относительное предложение активов, чем в случае изменения запаса активов только одной страны. Аналогичным образом, при механизме сигналов важна относительная денежная масса (или дифференциал процентных ставок — процентная ставка одной страны минус процентная ставка другой страны). Если скоординированная интервенция сигнализирует

об ожидаемых изменениях процентных ставок двух стран в противоположном направлении, воздействие на ожидаемый дифференциал и, следовательно, обменный курс будет соответственно более сильным. Скоординированную интервенцию, хотя она является более эффективной, труднее проводить, так как она требует достижения договоренности между центральными банками относительно желаемого уровня и динамики обменных курсов, а также операционной и технической координации. Однако даже если интервенция не координируется, политика и заявления центральных банков, по крайней мере, не должны противоречить друг другу, для того чтобы интервенция увенчалась успехом.

На что указывают данные

Итак, насколько эффективны стерилизованные интервенции на практике? Эмпирические сведения неоднозначны. Хотя в ряде исследований 1980-х годов, таких как Jurgensen report (1983), был сделан вывод о том, что они обладают ограниченной эффективностью, последние сведения — особенно основанные на событийных исследованиях — являются более обнадеживающими. С середины 1980-х годов было осуществлено пять крупных скоординированных интервенций: Соглашение «Плаза» 1985 года об укреплении валют Г-5, кроме доллара США; Луврское соглашение 1987 года о поддержании курса доллара против других валют Г-6; усилия министров финансов Г-7 поддержать доллар США в 1995 году; совместная интервенция США и Японии 1998 года для поддержания иены; и совместные действия центральных банков Соединенного Королевства, Японии и Канады для поддержания евро. Из них четыре были «успешными» в том плане, что они при-

близительно стали поворотными моментами в изменении (в желательном направлении) курсов валют (см. рисунок), хотя трудно определить, что бы произошло в отсутствие этих интервенций (например, к 1985 году доллар достиг головокружительных высот и вполне возможно, что в любом случае он начал бы терять в цене).

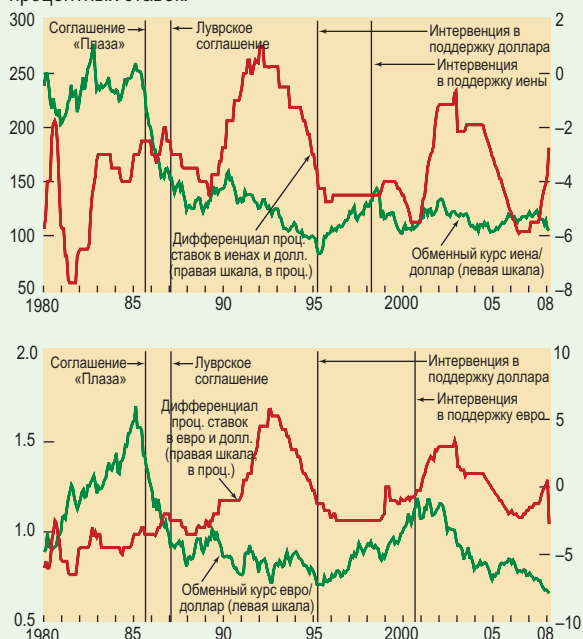
В соответствии с механизмом сигналов при стерилизованных интервенциях ключевым элементом успеха было то, что дифференциал процентных ставок начинал меняться в нужном направлении вскоре после проведения интервенций или, по крайней мере, не менялся в противоположном направлении. Значение этого эффекта также подчеркивается одной крупной неудачей — неспособностью Луврского соглашения, заключенного в феврале 1987 года, поддержать доллар. Хотя вначале разница между процентными ставками в США и Германии увеличилась, летом того же года Германия, будучи обеспокоенной инфляционным давлением, начала повышать свои процентные ставки. В сочетании с отрицательными торговыми показателями США это привело к резкому понижению курса доллара и обвалу фондового рынка в октябре 1987 года, так как рынки ожидали, что Федеральная резервная система США ужесточит денежно-кредитную политику (повысит процентные ставки) в ответ на инфляционное давление, создаваемое слабым долларом.

Таким образом, как теория, так и опыт показывают, что стерилизованные интервенции могут быть эффективными, но только если они поддерживаются обоснованными ожиданиями необходимых сопутствующих мер политики. Сами по себе стерилизованные интервенции, вероятно, не являются полностью независимым инструментом политики. Тем не менее, если обеспечено доверие и особенно если действия координируются с другими центральными банками, стерилизованные интервенции могут обеспечить некоторую дополнительную гибкость для достижения целей политики. Кроме того, особенно в периоды финансовой напряженности, когда центральные банки пытаются достичь различных целей в своей внутренней и внешней экономической политике, они могут усердно искать в своем инструментарии любой инструмент, который будет работать. ■

Аттии Гош — начальник отдела Исследовательского департамента МВФ.

Поворотные моменты

С середины 1980-х годов четыре из пяти крупных скоординированных интервенций помогли заставить курсы валют меняться в желаемом направлении. Ключевым элементом успеха служил соответствующий дифференциал процентных ставок.



Источник: МВФ «Международная финансовая статистика».

Примечание. Вертикальные линии указывают на крупные скоординированные интервенции. Ряды данных по обменному курсу евро/доллар и дифференциалу процентных ставок были состыкованы с рядами данных в марках ФРГ/долларах за период до введения евро.

Дополнительная рекомендуемая литература:

Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," *American Economic Review*, Vol. 83 (December), pp. 1356–69.

Evans, Martin, and Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 110 (February), pp. 170–80.

Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (March), pp. 199–219.

Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschemark Rate," *Journal of International Economics*, Vol. 32, pp. 201–20.

———, 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," *European Economic Review*, Vol. 46 (February), pp. 253–72.

Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães, and C. Karacadag, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: International Monetary Fund).

Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: U.S. Treasury Department).

Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (unpublished; Union Bank of Switzerland).

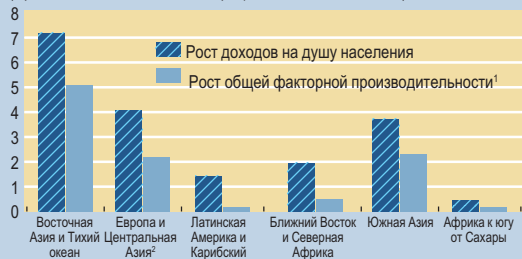
Преодоление технологического разрыва

ТЕХНИЧЕСКИЙ прогресс — совершенствование способов производства, сбыта и доставки на рынок товаров и услуг — играет важнейшую роль в человеческом продвижении и развитии. Он способствовал сокращению доли людей, живущих в абсолютной бедности в развивающихся странах, с 29 процентов в 1990 году до 18 процентов в 2004 году.

В период между 1990-ми и 2000-ми годами технический прогресс в развивающихся странах (то есть странах с низкими доходами, с доходами ниже средних и с доходами выше средних) опередил прогресс в странах с высокими доходами. Разумеется, исходный уровень технического развития в странах с более низкими доходами был, прежде всего, значительно ниже.

Технический прогресс шел параллельно с ростом доходов в развивающихся регионах.

(Среднегодовое изменение в процентах, 1990–2005 годы)

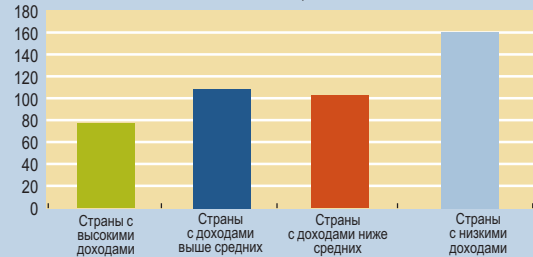


¹Рост общей факторной производительности является сводным показателем, отражающим все виды влияния на рост ВВП (например, технологии), помимо увеличения капитала и труда.

²Данные по Европе и Центральной Азии охватывают период с 1995 по 2005 год.

В странах с низкими доходами технический прогресс был очень быстрым, ...

(Процентное изменение индекса технологических достижений, 2000-е годы по отношению к 1990-м годам)¹



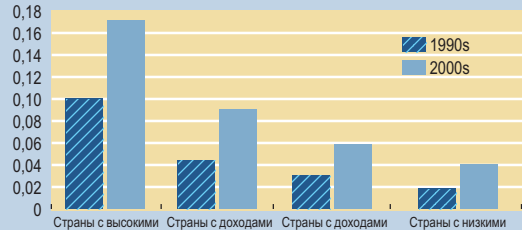
¹Агрегированный показатель, объединяющий 20 отдельных индикаторов технологических достижений.

Как следствие, технологический разрыв между богатыми и бедными странами сузился, хотя и остается широким. Страны с низкими доходами лишь на четверть используют технологии, применяемые в богатых странах.

Очень активный технический прогресс, наблюдавшийся в развивающихся странах, в основном был связан с введением и освоением существующих технологий. Сравнительно с размерами их экономики, эти страны осуществляют относительно немного передовых нововведений.

... но технологический разрыв между странами с высокими и низкими доходами остается широким.

(Индекс технологических достижений)¹



¹Агрегированный показатель, объединяющий 20 отдельных индикаторов технологических достижений.

Большинство стран с низкими доходами слабо представлены на передовом крае технологических достижений.

(Интенсивность научных нововведений и изобретений в 1990–2005 годы; индекс, страны с высокими доходами = 100)¹



¹Субиндекс индекса технологических достижений.

Подготовил Эндрю Бэрнс (Всемирный банк). Основано на издании Всемирного банка «Глобальные экономические перспективы, 2008 год».

Распространению технологий среди развивающихся стран способствовал их расширяющийся доступ к иностранным технологиям. За последние 15 лет уровень прямых иностранных инвестиций и импорт высокотехнологичных и инвестиционных товаров удвоился в процентном отношении к ВВП, отчасти благодаря контактам с высокообразованными мигрантами, проживающими за границей.

Открытость рынка стимулирует передачу технологий.

(Импорт высокотехнологичных товаров, в процентах ВВП)

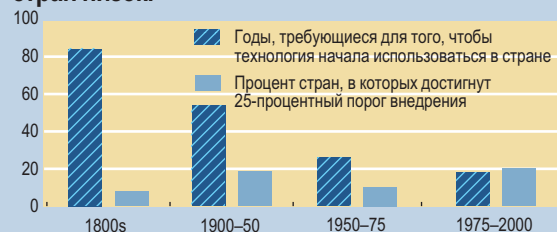


(Прямые иностранные инвестиции, в процентах ВВП)



Отчасти как результат этого расширившегося доступа, новые технологии, такие как сотовые телефоны, компьютеры и Интернет, в настоящее время распространяются гораздо быстрее. В начале 1900-х годов новым технологиям требовалось более 50 лет, чтобы охватить большинство стран; в настоящее время этот процесс занимает примерно 16 лет. Но внутри стран технологии, как правило, распространяются медленно, так как многим развивающимся странам не хватает технических навыков, необходимых для овладения новыми, или даже более старыми, технологиями.

Распространение технологий среди стран ускорилось, но уровень внедрения внутри стран низок.



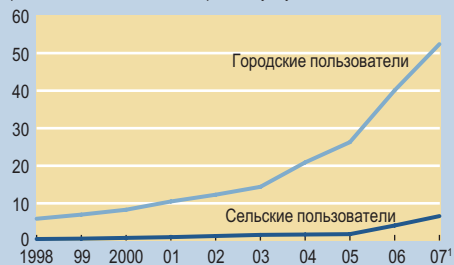
Примечание: по оси X указывается период изобретения технологии.

Медленное распространение технологий внутри стран означает, что, хотя отдельные города могут лидировать в области технологий, уровень использования технологий в стране в целом может быть низким. Например, в городах Индии больше половины семей имеют доступ к сотовым телефонам, однако в сельской местности этот показатель составляет лишь один к десяти.

Хотя более эффективная макроэкономическая политика и политика в области образования, а также распространение более старых высокоэффективных технологий, таких как электрические сети, дорожная инфраструктура, наземные телефонные линии и канализационные сети, ускорили распространение технологий в развивающихся странах, прогресс идет медленно, а потенциал освоения новых идей и методов остается слабым.

Слабое распространение технологий в сельской местности во многих странах, таких как Индия, ограничивает технологические достижения.

(Число пользователей телефонных услуг в Индии на 100 человек)



¹Данные за 2007 год отражают уровни по состоянию на июнь 2007 года.

Преодоление разрыва

Для того чтобы продолжать преодолевать отставание от стран с высокими доходами, развивающимся странам необходимо:

- поддерживать доступ к иностранным технологиям посредством открытости торговли, прямых иностранных инвестиций и участия в миграции населения;
- продолжать улучшать инвестиционный климат, способствующий развитию новаторских фирм;
- инвестировать в высокоэффективные технологии и базовую инфраструктуру, такие как дороги, электрические сети и телефоны;
- повышать качество и увеличивать масштабы образования в стране в целом, а не только в основных центрах; и
- делать упор на распространение технологий путем укрепления систем распространения и рыночной ориентации программ НИОКР. ■

История одного капитала

Резкое увеличение притока частных инвестиций в страны с низким уровнем дохода нерассказанная история успеха в развитии

Томас Дорси

РЕЗКОЕ увеличение притока частного капитала в страны с низким уровнем дохода (СНУД) во всем мире в последние четверть века является одним из положительных факторов для развития. Поток капитала и подобных капиталу ресурсов, например грантов для оказания помощи и денежных переводов от лиц, работающих за границей, которые могут заменять потоки капитала, достигают рекордных уровней, и особенно сильно выросли прямые иностранные инвестиции в страны СНУД.

Хотя межправительственные гранты и кредиты этим развивающимся странам увеличивались лишь в соответствии с ростом их ВВП, начиная с 1980-х годов приток частных ресурсов относительно ВВП стран СНУД повысился в четыре раза, а прямые иностранные инвестиции (ПИИ) выросли в еще большей степени, что помогало стимулировать развитие. Это усиление притока ресурсов происходит в то время, как обещанное крупное увеличение официальной помощи бедным странам до сих пор не материализовалось, а Цели в области развития, поставленные в Декларации тысячелетия ООН, включающие сокращение бедности и повышение жизненного уровня, упорно остаются недостижимыми.

Страны СНУД представляют собой разнородную группу стран, общей чертой которых является только низкий доход на душу населения. Крупнейшей из них является Индия с населением свыше одного миллиарда человек и ВВП в 772 млрд долл. США в 2006 году. Самой малой является Доминика с населением приблизительно в 70 000 человек и ВВП в 0,02 млрд долл. США. Страны СНУД есть во всем мире: Африке, Азии, Карибском бассейне, Восточной Европе, Латинской Америке и южной части Тихого океана.

Приток капитала в страны СНУД — это малоизвестная и слабо исследованная тема. До настоящего времени основное внимание в вопросах притока международного капитала в развивающиеся страны было сосредоточено на крупных странах с формирующимся рынком, что частично объясняется тем, что на долю стран СНУД приходится относительно небольшая часть (5–20 процентов) притока капитала в развивающиеся страны по большинству категорий активов и пассивов. В то же время в работе, которая велась непосредственно по странам СНУД, основное внимание уделялось оттоку капитала из этих стран и официальным потокам, и особый упор делался на официальном долге и прощении официального долга.



В новой работе, проделанной МВФ, была предпринята попытка исправить это упущение путем анализа тенденций в области притока капитала и подобных капиталу ресурсов в страны СНУД (Dorsey and others, 2008; см. вставку). В настоящей статье рассматриваются причины столь сильного изменения показателей финансирования наиболее бедных стран мира и анализируются возможные отрицательные факторы, сопутствующие этому тренду.

Оценка новых потоков

Если бы страны СНУД были просто бедными странами, получающими пропорционально меньший приток ресурсов, чем другие развивающиеся страны, тот факт, что в работах, посвященных потокам капитала, не уделяется особого внимания

Объяснения ключевых терминов

- **Притоки капитала** — это чистые изменения обязательств перед другими странами (например, прямых иностранных инвестиций (ПИИ), портфельных потоков, таких как акции или казначейские векселя, и кредитов).

- **Притоки подобных капиталу ресурсов.** Общий термин «потоки подобных капиталу ресурсов» используется в настоящей статье для обозначения текущих трансфертов (официальных и частных), прощения долга и других трансфертов капитала по счету операций с капиталом.

Другие потоки по платежному балансу могут заменять собой приток капитала, даже несмотря на то что они не ведут к изменению собственности на активы. Иностранная помощь (гранты или официальные трансферты) и прощение долга могут заменять собой официальные (межправительственные) кредиты; использование инвалютных резервов может подменять новое заимствование; и частные трансферты, такие как денежные переводы от лиц, работающих за границей, в некоторых условиях подменяют официальную помощь в целях развития

- **Отток активов.** Оценка выгод и других последствий притока капитала и подобных капиталу ресурсов зависит отчасти от того, как этот приток используется. Приток средств может идти на оплату экспорта или приобретение иностранных активов. В настоящем исследовании основное внимание уделяется изменениям международных резервов и накоплению других финансовых активов. Чистые ошибки и пропуски, которые иногда рассматриваются как переменные, отражающие замаскированные или неучтенные потоки капитала, также включаются в отток активов.



Рабочие собирают мотор на автопредприятии во Вьетнаме, которое частично финансируется за счет иностранных инвестиций.

странам СНУД, не имел бы большого значения. Однако на деле структура капитала, поступающего в страны СНУД, существенно отличается от структуры потоков в страны с более высоким уровнем дохода. Кредиты от правительств других стран и гранты на иностранную помощь являются значительно более важными для стран СНУД, чем для стран с более высоким уровнем дохода, в то время как банковские кредиты и поступления от продажи акций, облигаций и других ценных бумаг имеют меньшее значение в странах СНУД, чем в странах с формирующимся рынком.

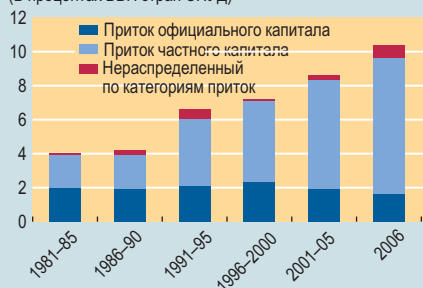
Для целей настоящего исследования в качестве стран СНУД были определены 78 стран, имеющих право на получение кредитов в рамках механизма льготного кредитования МВФ, именуемого механизмом финансирования на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту.

Мы обнаружили, что приток капитала и подобных капиталу ресурсов в эту группу стран вырос с приблизительно 4 процентов ВВП стран СНУД в 1980-х годах до более чем 10 процентов их ВВП к 2006 году (см. рис. 1), причем этот рост был почти полностью обеспечен притоком ресурсов из частных источников. Действительно, потоки частных ресурсов, таких

Рисунок 1

Последовательно нарастающие потоки капитала

Приток капитала в бедные страны резко возрастает, главным образом за счет частных источников финансирования (в процентах ВВП стран СНУД)



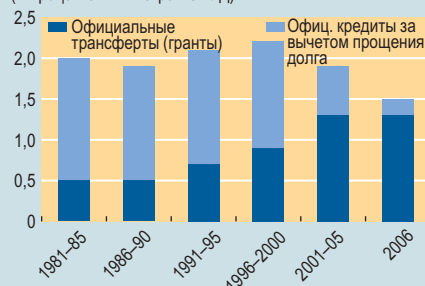
Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 2

Невыполненные обещания

На обещанное увеличение официальной помощи не приходится рассчитывать, но гранты подменяют собой кредиты

(в процентах ВВП стран СНУД)



Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

как ПИИ и денежные переводы от лиц, работающих за границей, увеличились с приблизительно половины всего притока в 1980-х годах до положения доминирующего вида потоков к концу текущего десятилетия.

Увеличению потоков способствовало улучшение экономической политики, либерализация торговли и условий для инвестиций, а также более стабильные экономические показатели многих стран.

Ряд бедных стран, особенно в Африке, получили стимул в результате недавнего сокращения задолженности официальными кредиторами, включая МВФ и Всемирный банк. И хотя обстоятельства отдельных стран различаются, новый приток в целом связан с улучшением сальдо их счета текущих операций, а также тем, что они не накапливают новой экономической неприемлемой задолженности.

В области официальных потоков межправительственные гранты и кредиты росли только теми же темпами, что и ВВП стран СНУД, и их доля в общем притоке средств неуклонно уменьшалась. Однако в рамках официальных потоков существует отчетливая тенденция к замещению кредитов грантами (см. рис. 2). В соответствии с заявленной политикой доноров официальные текущие трансферты (гранты) увеличились втрое, приблизительно с 0,5 процента ВВП стран СНУД в начале 1980-х годов до 1,3 процента ВВП в 2006 году.

В противоположность этому, официальное кредитование стран СНУД (за минусом прощения долга) уменьшилось, и его приток в размере приблизительно 1,5 процента ВВП стран СНУД в 1980-е и 1990-е годы сменился оттоком примерно в 0,2 процента ВВП стран СНУД к 2006 году. Если изменения объемов официального кредитования не исключают прощение долга (т.е. если прощение долга считать как отток капитала), официальное кредитование стало отрицательным в 2006 году.

Что касается частных потоков, то исследование показывает, что с 1980-х годов они выросли более чем в четыре раза (см. рис. 3). Наиболее разительной особенностью изменения структуры потоков капитала в страны СНУД является более чем десятикратное увеличение ПИИ относительно ВВП стран СНУД за период с 1980-х годов по 2006 год. Приток ПИИ составлял в среднем всего 0,2 процента ВВП стран СНУД в начале 1980-х годов, но неуклонно рос и достиг более чем 3 процентов ВВП к 2006 году.

Лишь немногим менее разительным является увеличение частных текущих трансфертов, которые включают денежные переводы от лиц, работающих за границей. За период с 1980-х годов эта категория увеличилась более чем в три раза относительно ВВП стран СНУД, с 1,1 процента ВВП в начале 1980-х годов до 3,6 процента ВВП в 2006 году.

Приток частных средств, кроме ПИИ, и частных трансфертов составлял в среднем всего около 1/2 процента ВВП стран СНУД в 1980-х и 1990-х годах, но вырос до немногим более 1 процента ВВП между 2003 и 2006 годами.

Наряду с увеличением притока средств страны СНУД также накапливали официальные резервы (см. рис. 4). Резервы стран СНУД выросли с эквивалента 3,1 месяца импорта товаров и услуг в 1995 году до 6,5 месяца импорта в 2006 году. Данное самострахование могло служить одним из факторов уменьшения замещения, так как более высокий уровень резервов позволяет странам СНУД не

прибегать к заимствованию в случае потрясений и вместо этого использовать свои резервы.

Отдельная история стран Африки

Обусловлены ли эти результаты показателями Индии или других стран СНУД в Азии? Другими словами, получили ли аналогичные результаты страны Африки? Это справедливый вопрос, учитывая широкие различия между странами СНУД и тот факт, что различия между регионами, размером стран и другими факторами могут иметь последствия для экономического анализа и показателей экономики стран. На долю Индии приходится приблизительно половина ВВП стран СНУД, а на страны СНУД Африки и Южной и Восточной Азии приходится примерно по одной пятой ВВП стран СНУД. Остальные 7 процентов приходится на такие страны во всех других регионах (страны Карибского бассейна, Закавказья, Юго-Восточной Европы, Центральной Азии, Латинской Америки, Ближнего Востока и островные страны Тихого океана).

Оказывается, что потоки капитала во всех трех крупных регионах характеризуются увеличением притока частных средств и стабильным притоком официальных ресурсов. Частные потоки возросли приблизительно в одинаковых пропорциях в Африке, Индии и других странах СНУД Южной и Восточной Азии, увеличившись с 1–3 процентов ВВП в 1980-х годах, по крайней мере, до 6 процентов, а иногда и 10 процентов ВВП в 2006 году.

Имеются некоторые различия в структуре частных потоков между регионами. ПИИ являются наиболее важным источником притока средств в страны СНУД Африки, но частные трансферты оказываются более важными в странах СНУД Южной и Восточной Азии, включая Индию. Однако оба компонента все более усиливаются во всех трех регионах.

Официальные потоки в трех регионах вначале находились на очень разных уровнях: они неизменно были более высокими в странах СНУД Африки, чем в странах СНУД Южной и Восточной Азии, и были очень низкими в Индии. В последние годы частные потоки в страны Африки СНУД приблизились к их уровню в странах СНУД Азии, что позволяет предположить, что антистимулы инвестициям, существовавшие в предыдущие десятилетия в Африке, начинают исчезать.

Увеличение частных потоков имеет широкую основу и не зависит от факторов, по которым страны СНУД могут различаться. Например, приток частных средств возрос приблизительно в одинаковых пропорциях как в странах, богатых полезными ископаемыми и нефтью, так и в странах, не имеющих минеральных ресурсов. Страны СНУД, богатые полезными ископаемыми и нефтью, имеют более высокий уровень

ПИИ, в то время как страны СНУД, не обладающие минеральными ресурсами, имеют более высокий уровень денежных переводов от лиц, работающих за границей, и других частных трансфертов (Dorsey and others, 2008). Увеличение притока частных средств и в целом параллельные тенденции изменения других факторов такого развития ситуации отмечаются в странах СНУД с различными уровнями долга и не зависят от принятых в отношении них мер облегчения задолженности.

История, поясняющая историю

Причины столь резкого изменения различны. Приватизация или открытие экономики для приобретения иностранным капиталом существующих фирм могут создавать уникальные возможности для ПИИ. Кроме того, некоторые страны СНУД, которые ограничивали инвестиции иностранных фирм даже в новые предприятия, сейчас могут быть более открытыми. Этой политике трудно дать количественное определение, но в последние годы, как представляется, существует тенденция к либерализации (Reddy, 2007).

Благоприятное воздействие оказывает также улучшение общего инвестиционного климата, включая торговую политику и различные меры, от которых зависит, насколько легко создать и эксплуатировать предприятие и каких это требует затрат (Busse and Groizard, 2006; Bénassy-Quéré, Coupet, and Mayer, 2007; и Naudé and Krugell, 2007). Как и в случае прямого регулирования ПИИ, существует тенденция к либерализации торговли и делового климата в странах СНУД, которая совпадает с увеличением ПИИ.

Инвестициям в страны СНУД могут способствовать и более широкие соображения экономической политики. Показатели инфляции, сальдо бюджета и внешний баланс стран СНУД улучшились за последнее десятилетие (Selassie and others, 2006), и это привело к укреплению инвестиционного климата. Другим факторам, таким как политическая стабильность, труднее дать количественное определение, но они также, несомненно, содействуют увеличению ПИИ в странах, в которых условия улучшились.

Экономические изменения в других странах мира могли также способствовать повышению ПИИ. Сокращение доходности инвестиций в развитых странах и странах с формирующимся рынком побудило инвесторов искать возможности для более доходных вложений, в том числе на «неосвоенных» рынках стран СНУД. Кроме того, быстрый рост активов суверенных фондов накопления богатства придал новый импульс погоне за новыми и слабо изведенными инвестиционными возможностями, например, в странах СНУД.

Денежные переводы от лиц, работающих за границей, тесно связаны с миграцией из страны, но важна и проводимая эконо-

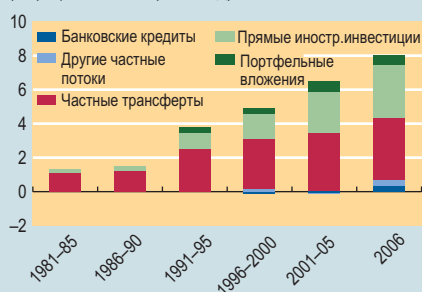
номическая политика. Увеличение таких переводов отмечается при уменьшении транзакционных издержек (Suro and others, 2002; Fajnzylber and Lopez, 2007), отсутствии валютных ограничений, премиях к обменному курсу на черном рынке и неустойчивых макроэкономических условиях (IMF, 2005). Однако имеющиеся исследования основаны главным образом на опыте мигрантов из стран со средним уровнем дохода, и требуется проведение дополнительного анализа, чтобы определить применимость этих исследований к странам СНУД.

В любом случае исследователи в целом сходятся во мнении, что денежные пе-

Рисунок 3

Опережающими темпами

В частных потоках капитала опережающими темпами растут прямые иностранные инвестиции (В процентах ВВП стран СНУД)



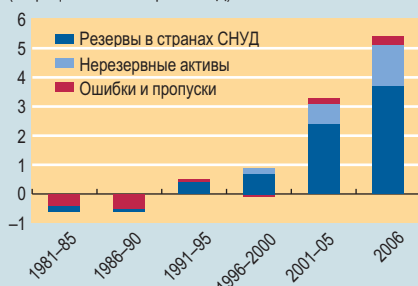
Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 4

Защита от потрясений

Бедные страны для защиты от потрясений накапливают резервы

(В процентах ВВП стран СНУД)



Источник: МВФ, база данных публикации «Перспективы развития мировой экономики».

реводы от лиц, работающих за границей, менее волатильны, чем другие частные и официальные потоки капитала (Buch and Kuckulenz, 2004), и обычно они имеют противочиклещкую динамику относительно доходов принимающей страны (Chami, Fullenkamp, and Jahjah, 2005).

Последствия для политики

Должен ли размер этих потоков вызывать беспокойство директивных органов? Ведь крупный или растущий приток капитала часто вызывает беспокойство тем, что он может финансировать экономически неприемлемый дефицит счета текущих операций или усиливать уязвимость страны перед кризисами по счетам операций с капиталом. При оценке притока капитала необходимо, в частности, учитывать следующие ключевые моменты:

- финансирует ли приток крупный или растущий дефицит по счетам текущих операций;
- ведет ли он к накоплению потенциально экономически неприемлемого долга;
- степень сбережения странами части притока в форме международных резервов

С точки зрения каждого из этих критериев приток капитала и подобных капиталу ресурсов в страны СНУД представляется позитивным. Совокупный дефицит счета текущих операций стран СНУД уменьшился с приблизительно 3 процентов ВВП стран СНУД в середине 1990-х годов до почти нулевого уровня в 2006 году. Накопление резервов, находившееся почти на нулевом уровне в конце 1990-х годов, стабильно растет и к 2006 году достигло почти 4 процентов ВВП в год, что служит определенной страховкой на случай внешних потрясений или замедления притока средств. Лишь небольшая часть притока ведет к образованию долга, так как доминирующую роль играют ПИИ в акционерный капитал и трансферты. Признаки компенсирующего оттока средств не в виде резервов (например, бегства капитала) почти отсутствуют. Однако следует осторожно толковать эти тенденции и их последствия для политики ввиду больших проблем с получением данных по странам СНУД. При отсутствии национальных данных из-за длительных задержек с их поступлением и существенных пробелов в сведениях используются оценки персонала МВФ.

Основной вывод заключается в том, что тенденции притока капитала и подобных капиталу ресурсов в страны СНУД, как представляется, не влечет за собой существенного риска, но ставят перед разработчиками политики некоторые новые сложные задачи.

Во-первых, *переход от официального к частному финансированию означает, что правительства стран СНУД*

играют меньшую прямую роль в определении сферы применения внешнего финансирования. Большая стабильность этих частных потоков и тот факт, что переход к потокам между частными агентами может придавать больший вес ранее слабо развитому частному сектору стран СНУД, означает, что эта тенденция является положительной. При преобладании частных потоков решения о сбережении/инвестировании средств и другие решения относительно использования притока капитала принимаются частными сторонами, а влияние государства на эти потоки сокращается.

Во-вторых, более высокий приток частного капитала означает большую стабильность и диверсификацию финансирования стран СНУД. Однако *приток частного капитала может становиться все более усиливающимся главным фактором внешней уязвимости стран СНУД*, так как изменения этих потоков неподконтрольны директивным органам стран СНУД. Этот новый приток может потребовать от властей стран пересмотра экономической политики с учетом обеспеченности устойчивостью, воздействием на относительные цены и конкурентоспособность, а также сопутствующие меры политики и институциональные реформы.

Однако разработчикам политики в странах СНУД настолько же трудно обеспечить соответствие их ответных мер изменениям потоков частного капитала, насколько им трудно наблюдать за ними. Недостатки национальных данных по платежному балансу могут подрывать основу для принятия экономических решений странами СНУД. Учитывая, что разработчики политики не получают своевременных данных, управление политикой в странах СНУД может вестись «вслепую». Таким образом, власти стран СНУД сами должны быть заинтересованы в улучшении данных по платежному балансу, уделяя особое внимание данным по быстро растущим источникам частного капитала.

В-третьих, вне зависимости от степени неуверенности в качестве данных, *политика во внешнем секторе стран СНУД должна быть сосредоточена на принятии мер, необходимых в свете нового притока.* Сильное управление задолженностью и хорошие отношения с донорами особенно важны для поощрения официального кредитования и его направления в соответствующие сектора. Однако поддержание стабильных макроэкономических условий, благоприятного делового климата и эффективных механизмов для международных трансфертов домашними хозяйствами, вероятно, будут иметь большее значение для притока частного капитала. ■

Томас Дорси — начальник отдела Департамента разработки и анализа политики МВФ.

Литература:

Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet, and Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment," *World Economy*, Vol. 30, Issue 5, pp. 764–82.

Buch, Claudia, and Anja Kuckulenz, 2004, Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, *Discussion Paper 04-31* (Mannheim: Center for European Economic Research).

Busse, Matthias, and José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth," *World Bank Policy Research Working Paper 3882* (Washington).

Chami, Ralph, Connell Fullenkamp, and Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" *IMF Staff Papers, International Monetary Fund*, Vol. 52 (April), pp. 55–81.

Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh, and Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries," *IMF Working Paper 08/51* (Washington: International Monetary Fund).

Fajnzylber, Pablo, and J. Humberto Lopez, eds., 2007, *Closer to Home* (Washington: World Bank).

International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook, April* (Washington).

Naudé, W.A., and W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data," *Applied Economics*, Vol. 39, pp. 1223–33.

Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Point of View: Converting a Tiger," *Finance & Development*, Vol. 44 (March), pp. 20–23.

Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn, and Gabriel di Bella, 2006, *Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, IMF Occasional Paper 250* (Washington: International Monetary Fund).

Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell, and Dulce C. Benavides, 2002, *Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking* (Washington: Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund).

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2005, *Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment* (Geneva).



Врач лечит мальчика в Гане.

В поле зрения, но пока еще вне досягаемости

По прошествии половины срока до целевой даты перспектива недостижения многих Целей в области развития Декларации тысячелетия вызывает все большую обеспокоенность

Зия Куреши

В 2000 году мировые лидеры приняли обязательство повысить уровень жизни людей путем достижения к 2015 году восьми Целей в области развития Декларации тысячелетия (ЦРТ), касающихся борьбы с бедностью, здравоохранения, образования, равенства между полами и экологии (см. вставку 1). Хотя в некоторых областях достигнут значительный прогресс, многие из этих целей остаются вне досягаемости для большинства регионов и стран.

Не поздно ли уже изменить ситуацию к лучшему? Еще не поздно. Большая часть ЦРТ все еще достижима для большинства стран, если они и их партнеры по развитию приложат к этому более активные усилия. Исходя из этого, во второй половине 2008 года планируется провести ряд международных совещаний на высоком уровне, руководствуясь среднесрочным отчетом о результатах, с тем чтобы попытаться придать новый импульс мерам по достижению ЦРТ. В настоящей статье рассматривается вопрос о том, в каких областях отмечается прогресс, а в каких нет, и почему. В ней также анализируются шесть приоритетных задач по осуществлению преобразований, которые были выделены в «Докладе по вопросам глобального мониторинга» (ДГМ), подготовленном совместно МВФ и Всемирным банком. В предлагаемой повестке дня особое внимание уделено темам всеобъемлющего и устойчивого роста. Она содержит призыв к мерам по стимулированию роста в отстающих странах и обеспечению доступа малоимущих к плодам экономического прогресса. В ней также подчеркивается необходимость совмещать экономическое развитие с экологической устойчивостью.

Сосуд наполовину полон или наполовину пуст?

Сейчас, когда прошла половина срока до целевой даты, результаты неоднозначны. В отношении целей, более непосредственно связанных с экономическим ростом или расширением инфраструктурных сетей (бедность, обусловленная доходами, и доступ к чистой воде), достигнуты более существенные сдвиги, чем в областях человеческого развития (доля

окончивших начальную школу, детская смертность и охрана материнства) или равенства между полами (существенный прогресс наблюдается в обеспечении гендерного равенства в начальном и среднем образовании, но меньший в высшем образовании и более общем расширении прав и возможностей для женщин) (см. рис. 1). Прогресс также значительно различается в зависимости от страны, региона, группы по уровню дохода и институционального статуса, причем непрочные и пострадавшие от конфликтов государства отстают по всем показателям. Если текущие тенденции будут сохраняться, мир в целом достигнет цели сокращения бедности, но может не выполнить большинства или даже всех остальных ЦРТ.

На региональном уровне страны Африки к югу от Сахары (АЮС) серьезно отстают от графика по всем ЦРТ. Страны Южной Азии, вероятно, достигнут цели по сокращению бедности, но идут со значительным отставанием в осуществлении большинства целей человеческого развития. Другие регионы находятся в лучшем положении, но в случае сохранения текущих трендов ни один регион, скорее всего, не выполнит все ЦРТ.

На уровне отдельных стран, многие страны могут назвать значительные достижения и вехи в своей деятельности на пути

Вставка 1

Цели в области развития Декларации тысячелетия

1. Решить проблему крайней нищеты и голода
2. Обеспечить всеобщее начальное образование
3. Способствовать обеспечению равенства между мужчинами и женщинами и расширению прав и возможностей женщин
4. Сократить коэффициент детской смертности
5. Улучшить охрану материнства
6. Бороться с ВИЧ/СПИДом, малярией и другими заболеваниями
7. Обеспечить экологическую устойчивость
8. Сформировать глобальное партнерство в целях развития

Рисунок 1

Неоднозначные результаты

В глобальном масштабе прогресс и перспективы широко различаются между отдельными ЦРТ



Источник: расчеты персонала МВФ на основе World Development Indicators.

Примечания. ЦРТ1А: коэффициент численности малоимущих (на основе постоянных цен 1993 года по паритету покупательной способности: 1,08 долл. США в день). ЦРТ1В: дети с пониженным весом в возрасте до 5 лет (по нормам роста детей, принятым в США); ЦРТ2: доля получивших полное начальное образование; ЦРТ3: равенство между полами в начальном и среднем образовании; ЦРТ4: смертность детей в возрасте до 5 лет; ЦРТ5: коэффициент материнской смертности (оценки по моделям); ЦРТ7А: доступ к источникам воды повышенного качества; ЦРТ7В: доступ к улучшенным санитарно-техническим средствам. (*) или последний год, за который имеются данные.

к ЦРТ, но большинство стран в настоящее время отстают от графика по большинству целей.

Бедность и голод. Ожидается, что мир выполнит первую задачу в рамках первой ЦРТ — сократить вдвое численность людей, живущих в крайней нищете (менее чем на 1 доллар США в день), к 2015 году. Этот успех обусловлен резким ускорением экономического роста: за последние пять лет средние темпы роста в развивающихся странах превышали 7 процентов. Благодаря проведению внутренних реформ и более благоприятным глобальным условиям для развития торговли, финансов, технологий и миграции в прошедшее десятилетие рост ВВП на душу населения ускорился в большинстве стран с низким и средним уровнем доходов, что заложило основу для значительного сокращения бедности. В целом прогнозируется, что доля крайне бедного населения в развивающихся странах снизится с 29 процентов в 1990 году до 10 процентов в 2015 году (по данным о бедности, которые предстоит уточнить исходя из новых оценок паритета покупательной способности, выпущенных ранее в декабре 2007 года).

Число людей, живущих в крайней нищете в развивающихся странах, уменьшилось на 278 млн в период с 1990 по 2004 год. Это существенное сокращение абсолютного числа малоимущих было достигнуто, несмотря на общий рост населения развивающихся стран приблизительно на 1 миллиард за тот же период. Бедность сократилась в наибольшей степени в регионах с самыми высокими темпами экономического роста, но этот процесс проходит неровно, причем большинство отстающих стран находятся в Африке. Хотя на глобальном уровне цель сокращения бедности будет реализована, страны АЮС, вероятно, не выполнят целевые показатели. Темпы роста в регионе повысились за прошедшие 10 лет, но примерно 20 стран не могут вырваться из ловушки медленного роста.

В Африке и других регионах сокращение бедности проходит медленнее всего в непрочных государствах — странах, изнуренных конфликтами и страдающих от слабого управления и ограниченного потенциала (см. рис. 2). Более того, в целом доля крайне бедного населения в этой группе стран возросла. В непрочных государствах, большинство которых находятся в АЮС, проживает менее пятой части населения стран с низкими доходами, но более трети малоимущего населения этого региона.

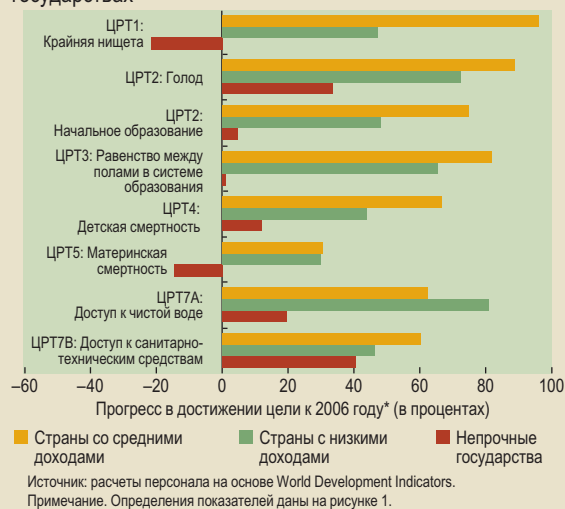
Первая ЦРТ также ставит задачу сокращения вдвое доли населения, страдающего от голода. Достигнуты значительные сдвиги в сокращении детского недоедания, но уменьшить вдвое долю населения, страдающего от голода, скорее всего, не удастся, особенно в АЮС и Южной Азии, где до 35 процентов детей младше 5 лет страдают как умеренными, так и серьезными задержками в развитии из-за недостаточного питания. Недостаточный прогресс в достижении этой цели является весьма серьезной проблемой, поскольку сокращение детского недоедания несет в себе большой потенциал для повышения качества детского здравоохранения и образования и, в конечном итоге, благосостояния отдельных людей и семей. Потребность в более активных мерах для борьбы с недоеданием стала еще более настоятельной в последнее время из-за резкого повышения цен на продовольствие.

Человеческое развитие. С учетом текущих тенденций маловероятно, что большинство ЦРТ, относящихся к человеческому развитию, будут достигнуты в мировом масштабе. Ряд регионов сможет реализовать некоторые из этих целей, но страны АЮС и Южной Азии, вероятно, в значительной мере не выполнят целевые показатели. Особенно неблагоприятны перспективы в области здравоохранения, где, вероятно, будет допущено серьезное отставание в выполнении задач по снижению детской и материнской смертности и расширению доступа к основным санитарно-техническим средствам как на глобальном уровне, так и в ряде регионов. Коэффициент распространенности ВИЧ несколько снизился в Африке, но повысился в некоторых других регионах. В целом улучшились перспективы в области образования. Цель всеобщего началь-

Рисунок 2

Опережение и отставание

Темпы приближения к ЦРТ наиболее низки в непрочных государствах



Источник: расчеты персонала на основе World Development Indicators.

Примечание. Определения показателей даны на рисунке 1.

ного школьного образования, вероятно, не будет достигнута в мировом масштабе, но это разрыв будет небольшим.

Как преодолеть отставание

Работа по достижению ЦРТ все больше будет концентрироваться в странах с низкими доходами, особенно в непрочных государствах. Многим странам со средним уровнем доходов, особенно странам с высокой долей малоимущего населения, также будет весьма непросто достичь некоторых из целей. Что можно предпринять для решения этих проблем? В ДГМ предлагается программа из шести пунктов.

Поддерживать набранные темпы роста и расширять его охват. Динамичный и всеобъемлющий рост должен быть ключевым звеном стратегии по достижению ЦРТ, включая согласованные усилия по стимулированию роста в отстающих странах. Чтобы добиться существенного сокращения бедности, бедным странам необходимо достичь годовых темпов роста ВВП в 7 или более процентов. Хотя показатели роста в Африке улучшились, лишь около трети ее населения живет в странах, которые за прошедшее десятилетие достигли

Роль экологии

Экологическая устойчивость является непременным условием дальнейшего экономического роста и сокращения бедности. Она также способствует достижению целей человеческого развития, таких как улучшение показателей здравоохранения, питания и образования. В свою очередь, экономический рост и развитие в бедных странах могут повышать экологическую устойчивость, расширяя их доступ к современным источникам энергии (треть населения развивающихся стран не имеет доступа к электроэнергии) и более чистым и эффективным технологиям и уменьшая их зависимость от таких видов деятельности, как вырубка леса, наносящих ущерб окружающей среде.

Управление природными ресурсами. Большинство развивающихся стран в значительной степени зависят от природных ресурсов. Природный капитал в среднем составляет более 40 процентов их национального достояния, по сравнению с лишь 5 процентами в странах с высокими доходами. Наибольшие потери от сокращения лесных массивов несут страны Латинской Америки и АЮС, где каждый год теряются лесные угодья, равные по площади Панаме или Сьерра-Леоне. Во многих странах Ближнего Востока ресурсы пресной воды вскоре могут упасть ниже критического уровня. Концентрация основных загрязнителей воздуха в городах в среднем почти в три раза выше в странах с низкими доходами, чем в странах с высокими доходами. Разумное управление природными ресурсами, включая недра, землю, воду и качество воздуха, является необходимым условием для обеспечения долгосрочного устойчивого роста.

Воздействие изменения климата. Ввиду их большей зависимости от природных ресурсов и сельского хозяйства бедные страны более уязвимы к воздействию изменения климата и менее способны адаптироваться к этим изменениям. В 1990-е годы в этих странах от стихийных бедствий, связанных с климатом, в среднем страдало 200 млн человек в год, по сравнению приблизительно с 1 млн в развитых странах. Оценки показывают, что развивающиеся страны в АЮС, южной Азии, и некоторых регионах Латинской Америки потеряют до 60 процентов сельскохозяйственной продукции в результате глобального потепления в период до 2080 года включительно.

таких средних темпов роста ВВП. Конкретные приоритеты политики для роста различаются между странами, но имеется три ключевых области: обоснованная макроэкономическая политика, благоприятный климат для частных инвестиций, в том числе доступ к важнейшим объектам инфраструктуры, и надлежащее управление (а в непрочных государствах также укрепление безопасности). Во многих странах с низкими доходами динамичный сельскохозяйственный сектор является важнейшим условием обеспечения быстрого и всеобъемлющего роста, который поможет ограничить тенденцию повышения цен на продовольствие. Необходимо тщательно отслеживать риски для роста в развивающихся странах, вызванные потрясениями на финансовых рынках, и связанное с ними снижение активности в странах с развитой экономикой и принимать надлежащие меры.

Добиваться лучших результатов в области человеческого развития. Помимо выделения большего объема ресурсов, совершенствования управления, необходимыми условиями для повышения качества образования и здравоохранения и обеспечения доступа к ним бедного населения, не получающего достаточного объема услуг, являются более действенные механизмы подотчетности и продуманное управление расходами. Необходимо уделить больше внимания борьбе с недоеданием, особенно среди детей, чтобы заложить более прочную основу для улучшения результатов человеческого развития. Меры политики должны учитывать тесные связи между результатами в области здравоохранения и образования, питанием и экологическими факторами — водоснабжением и санитарией, загрязнением и изменением климата. Например, проблемы здоровья населения, связанные с экологическими рисками, могут стоить странам до 1,5–4,0 процента ВВП в год.

Совместить развитие и экологическую устойчивость. Необходимо интегрировать экологическую устойчивость в основную работу в области развития, добиваясь максимального синергического эффекта (см. вставку 2). За прошедшие годы страны все шире включают в свои стратегии развития аспекты доступа к источникам энергии и энергосбережения, борьбы с загрязнением, совершенствования систем водоснабжения и санитарии, управления лесными и земельными ресурсами и сохранения рыбных промыслов и биоразнообразия. В настоящее время угроза глобального потепления требует также уделять больше внимания мерам по предотвращению изменения климата. Развивающимся странам потребуются поддержка в форме финансирования и передачи технологий, чтобы перейти на стратегии роста, устойчивые к изменениям климата и обеспечивающие снижение выбросов углерода.

Увеличить масштабы помощи и сделать ее более эффективной. Если текущие тенденции официальной помощи на цели развития (ОПР) сохранятся, имеется риск значительного дефицита помощи. Как раз тогда, когда многие страны благодаря экономическим реформам укрепляют свой потенциал для продуктивного использования большего объема ресурсов, объем помощи не растет и даже сокращается. ОПР со стороны основных промышленно развитых стран уменьшилась на 8,4 процентов в реальном выражении в 2007 году вслед за реальным снижением на 5 процентов в 2006 году. Необходимо коренным образом изменить эту тенденцию. Архитектура помощи претерпевает изменения с появлением новых источников и форм помощи, в том числе новых доноров, таких как Китай и Индия, и глобальных специализированных фондов, а также повышением роли частных доноров. Эта новая архитектура обещает дополнительные ресурсы и инновации, но при этом ставит новые задачи для действенного и согласованного оказания помощи.

Использовать возможности торговли для обеспечения быстрого, всеобъемлющего и устойчивого роста. Мировое сообщество должно добиться успешных результатов на торговых переговорах в Дохе в 2008 году. Высокие цены на продовольствие в настоящее время создали возможность для преодоления тупиковой ситуации в области либерализации торговли сельскохозяйственной продукцией. Следует увеличить помощь на цели торговли, чтобы содействовать укреплению связанной с торговлей инфраструктуры и услуг в бедных странах и позволить им воспользоваться возможностями, которые открывает торговля. В то же время, одной из целей торговой политики должно быть содействие передаче экологически безопасных технологий путем устранения препятствий для торговли экологическими товарами и услугами.

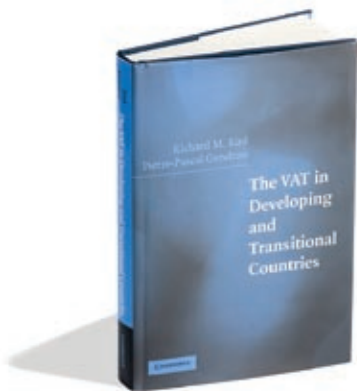
Заручиться поддержкой международных финансовых организаций для обеспечения всеобъемлющего и устойчивого развития. Международные финансовые организации должны сыграть важнейшую роль в поддержке этой программы. В условиях более сложной международной архитектуры финансов и развития возрастает роль этих организаций в координации и привлечении ресурсов, тогда как их роль в прямом финансировании снижается.

Решающий год

Необходимо ускорить и расширить работу по достижению ЦРТ, чтобы не допустить значительного отставания. Ввиду того, что средняя точка периода ЦРТ привлекает внимание международной общественности, 2008 год является решающим для достижения необходимых темпов продвижения к целям. Намеченные на этот год международные совещания на высоком уровне предоставляют возможности для согласования приоритетных действий и ориентиров оценки прогресса, и этими возможностями необходимо воспользоваться. ■

Зия Куреши — старший советник в Аппарате старшего вице-президента Всемирного банка по экономике развития и главному экономиста.

Наименее обременительный вариант



Richard M. Bird and Pierre-Pascal Gendron

The VAT in Developing and Transitional Countries

Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, and New York, 2007, 278 pp., \$70 (cloth).

В книге Ричарда Бэрда и Пьерра-Паскаля Гендрона «НДС в развивающихся странах и странах с переходной экономикой» (*The VAT in Developing and Transitional Countries*) приводится интересный, исчерпывающий и содержательный обзор важнейших вопросов, связанных с введением и применением налога на добавленную стоимость (НДС) в развивающихся странах и странах с переходной экономикой.

Авторы обладают прекрасными возможностями для представления такого анализа. Бэрд, один из самых известных экономистов по вопросам государственных финансов в Канаде и признанный специалист по НДС, работал в МВФ и Всемирным банком, а также самостоятельно, в более чем 50 странах. Гендрон, также экономист по государственным финансам, работал в канадском правительстве и имеет обширный опыт консультирования по бюджетным и налоговым вопросам.

Книга дает представление о разнообразии и сложности существующих НДС, а также о сопутствующих им многочисленных проблемах. Но авторы, тем не менее, считают, что НДС является приемлемым налогово-бюджетным инструментом для развивающихся стран. Вначале они задают вопрос о том, следует ли развивающимся странам вообще применять НДС, и решительно отвечают: «да, следует».

Хотя в оставшейся части книги не делается никаких новых открытий, в ней приводится обоснование этого тезиса и обстоятельный взгляд на то, как развивающиеся страны могут оптимальным образом наладить функционирование НДС. Указывается на общий недостаток эмпирического анализа связи между различными структурными характеристиками НДС и конкретными практическими результатами и ставится ряд важных вопросов для дальнейшего изучения.

Основные выводы, содержащиеся в книге, демонстрируют необычно практический взгляд на действительно возможное (в отличие от идеального) в налоговой политике и администрации, что, несомненно, отражает обширный опыт авторов, в течение многих работавших и консультировавших, по меньшей мере, в 25 процентах стран мира.

Лучший выбор

Авторы, в целом приветствуя глобальное расширение применения НДС, в первой главе высказывают важную (и иногда игнорируемую) идею о том, что правительствам так или иначе необходимо получать доходы, и что в несовершенном мире НДС, возможно, является наименее несовершенным решением. Они отмечают, что в условиях растущей мобильности капитала возможности развивающихся стран и стран с переходной экономикой по получению доходов за счет налога на доходы корпораций и глобального налога на доходы физических лиц весьма ограничены. Поэтому при разработке налоговой системы надлежит выбирать между налогом на фонд заработной платы и НДС. По мнению авторов, НДС лучше, чем налог на фонд заработной платы, подходит для охвата неформальной экономики.

Выразив таким образом восторг доверия к НДС, авторы переходят к обсуждению двух тем, лежащих в основе разработки адекватной структуры налога для развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Во-первых, неправильно, как с точки зрения разработки налога, так и в жизни, позволять лучшему быть врагом хорошего: попытки решить все проблемы НДС путем бесконечного повышения правовой, политической и административной сложности обречены на провал. Во-вторых — и это связано с первой темой, — авторы призывают развивающиеся страны не пытаться сделать то, что до сих пор не удавалось ни одной стране.

Гораздо лучше, утверждают они, чтобы страны с низким административ-

ным потенциалом сосредоточили внимание на правильном решении базовых вопросов и представили введение ультрасовременных программ — предназначенных для борьбы с «карусельным мошенничеством» в стиле ЕС, решения проблем, связанных с электронными продажами, и налогообложения финансовых услуг, — странам, которые имеют больше возможностей (как налогово-бюджетных, так и административных) для экспериментирования. Они справедливо указывают, что в развивающихся странах «налоговая действительность... определяется административным потенциалом и политической необходимостью».

Что касается конкретных структурных характеристик НДС для развивающихся стран, авторы в целом придерживаются традиционного взгляда (который, отмечают они, в ряде случаев отличается от традиционного взгляда двадцатилетней давности). Сюда относится, к примеру, принятие высокого порогового значения для регистрации НДС, ограничивающее число налогоплательщиков; минимизация налоговых льгот; отказ от применения множественных ставок; использование надлежащей методологии аудита вместо сложных систем компьютерной сверки; и необходимость избегать налоговых амнистий.

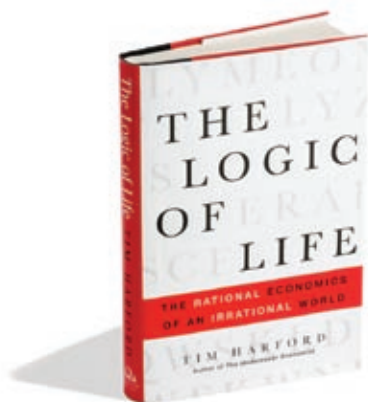
В главе 8 — одном из интереснейших разделов книги — рассматривается вопрос о растущем интересе к субнациональным НДС и их использовании. Авторы проводят сжатый обзор и анализ текущей ситуации в практике и теории и в заключение высказывают характерное для них реалистичное и достаточно острожное наблюдение, согласно которому «пока еще неизвестно, смогут ли [субнациональные НДС] удовлетворительно работать в таких странах, как Индия, где штаты пользуются некоторой действительной налогово-бюджетной автономией, но при этом и центральное правительство, и органы управления штатов сталкиваются с жесткими административными ограничениями».

Книга «НДС в развивающихся странах и странах с переходной экономикой» представляет собой ценное дополнение к библиотеке каждого, кто интересуется вопросами разработки налоговой системы, государственного управления или развития в целом.

Виктория Перри,
начальник отдела,
Департамент по бюджетным
вопросам МВФ

Арчана Кумар — редактор «Книжного обозрения».

Рациональное объяснение «естественного»



Tim Harford

The Logic of Life

The Rational Economics of an Irrational World

Random House, New York, 2008, 272 pp., \$25 (cloth).

Уважаемый Экономист!
 Меня подавляет существующее изобилие книг о «новой экономике всего». Так как я уже прочитал предыдущую книгу Тима Харфорда «Тайный экономист», (The Undercover Economist), а также книги «Переломный момент» (The Tipping Point), «Мгновение ока» (Blink), «Мудрость толпы» (The Wisdom of Crowds) и, разумеется, «Фрикономика» (Freakonomics), полезно ли было бы мне прочесть книгу «Логика жизни: рациональная экономика иррационального мира» (The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World), или же лучше ограничиться учебниками по экономике? В связи с этим, чем Вы объясняете то, что пишется так много книг подобного рода?

Подпись: Заблудившийся в популярной экономике

Уважаемый Заблудившийся в популярной экономике!

Да, «Логика жизни» вполне стоит прочесть.

Во-первых, в какой другой книге допущение о рациональном выборе могло бы приниматься в отношении столь широкого круга вопросов, включая брак и развод, ожирение, азартные игры, пагубные привычки, ваш начальник — то есть всего того, что действительно имеет значение в жизни? И в каком другом из последних экономических исследований приводятся самые интересные объяснения, среди прочего, динамики движения городского населения, истоков Промышленной революции, а так-

же того, как наши предки «хомо сапиенс» могли привести неандертальцев к вырождению?

Во-вторых, где еще Вы сможете найти рациональное объяснение того, почему исполнительные директора компаний получают слишком высокую зарплату (намек: не потому, что «они того стоят»), или почему героиня сериала «Секс в большом городе» Кэрри Брэдшоу жалуется на недостаток мужчин на Манхэттене, но не переезжает, скажем, в Анкоридж, штат Аляска. Если объяснение Харфорда, который считает, что «многие женщины, по-видимому, решили, что они уж лучше будут соперничать за дефицитных богатых мужчин, чем переедут туда, где мужчины беднее, но многочисленнее», представляется слишком политически некорректным, попытайтесь поразмышлять об эволюционной биологии, согласно которой сильные мужчины могут лучше защитить семью, а более молодые женщины — произвести больше потомства.

В-третьих, где еще Вы смогли бы познакомиться с таким набором замечательных персонажей, которые подтверждают, что действительность может быть более странной, чем выдумка: от Криса «Иисуса» Фергюсона, компьютерного фаната, ставшего чемпионом по покеру, который выиграл больше мировых чемпионатов с 2000 по 2004 год, чем любой его соперник за десять лет, применяя модель игры в покер Джона фон Неймана (предостережение: не пытайтесь проделать это в Лас-Вегасе), до лауреата Нобелевской премии Томаса Шеллинга, который использовал теорию игр, чтобы спасти мир от атомной бомбы и бросить курить (последнее гораздо труднее первого, как может подтвердить Вам любой курильщик).

Итак, после «Тайного экономиста» Тим Харфорд вновь берется за дело, приглашая нас на экскурсию по самым последним исследованиям «новой породы экономистов», с тем чтобы подтвердить простую посылку: мы реагируем на стимулы. На взгляды Харфорда явно оказали влияние Гари Бекер и Томас Шеллинг: и тот, и другой применяет точку зрения о рациональном выборе к самым невероятным сферам жизни. Добавьте сюда целую группу новых мыслителей (Дэрона Аджемолу, Эда Глейзера, Майкла Кремера, Марка Грановеттера, Джастина Вулферса и многих других), и Вы получите ошеломляющий набор историй, которые объединяет одно центральное допущение: многое в жизни, любви, пагубных привычках, урбанизации и даже расовой сегрегации можно объяснить на основе той посылки, что люди ведут себя рационально.

Однако, можете спросить Вы, позволяют ли рациональные стимулы объяснить все? Не является ли иррациональное поведение также одной из основных черт человеческой природы? Как заключает Дэн Ариели в своей книге «Предсказуемо иррациональные: скрытые силы, определяющие наши решения» (Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions) на основе последних работ по бихевиористской экономике, мы не всегда можем рационально просчитать стоимость различных вариантов выбора, с которыми мы сталкиваемся. Подумайте, например, о честных людях, воруящих общественные пончики и канцелярские принадлежности, но не деньги, или пациентах, которым лучше помогают дорогие лекарства, чем более дешевые непатентованные препараты. Другими словами, нельзя ли нам противопоставить «стимулономику» — известную также как модель Харфорда «рынкам виднее», — «эмоциономику», в которой экономическое поведение может испытывать на себе влияние недостаточно понятных сил, таких как чувства, импульсивные поступки и социальные нормы?

Именно в этом отношении в книге «Логика жизни» делается правильный вывод: мы можем иногда отклоняться от рационального выбора, но стандартное допущение о человеческой рациональности сохраняет поразительно широкий диапазон объясняющей способности. То, что кажется необъяснимым на первый взгляд, приобретает смысл, как только выясняется, какие скрытые стимулы действуют и как мы реагируем на них. Это верно и в отношении жителей Нью-Йорка и Лондона, которые платят гораздо больше, чем им по средству, чтобы жить в этих городах, и даже в отношении акционеров компании «Дисней», которые сочли бы рациональным платить Майклу Эйсеру зарплату в 800 млрд долларов в течение 13-летнего срока его пребывания в должности, даже если бы он проводил все свое время, смотря мультфильмы серии «Том и Джерри».

Что касается Вашего последнего вопроса, Вы правы, отмечая многочисленность бестселлеров, в которых все объясняется через экономическую призму. Это подтверждает (если бы это было необходимо), что успех порождает подражателей, и что экономисты — первые, кто рационально реагирует на стимулы. По счастью, выбрать «Логика жизни» должно быть нетрудным делом: если Вас интересует, как совместить человеческую природу и «унылую науку», это — рациональный образ действий.

Жиль Боше,
 советник,

Департамент внешних связей МВФ

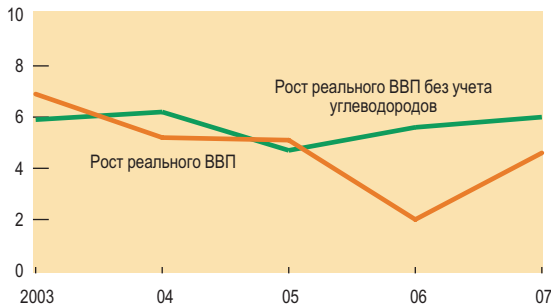
Алжир



Алжир рационально распорядился своими углеводородными богатствами, достигнув устойчивого экономического роста и макроэкономической стабильности. Теперь стране необходимо углубить рыночные реформы, особенно в финансовом секторе, с тем чтобы диверсифицировать экономику и обеспечить дальнейшее снижение безработицы.

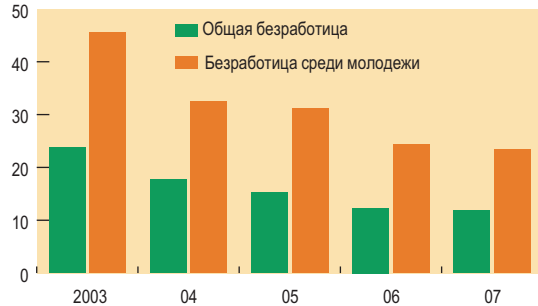
Динамичный экономический рост Алжира в последнее время обусловлен увеличением добычи углеводородов и повышением активности в сфере услуг, строительстве и общественных работах.

(В процентах)



Благодаря созданию большого числа рабочих мест в секторе, не связанном с углеводородами, безработица сократилась наполовину, хотя и остается высокой среди молодежи.

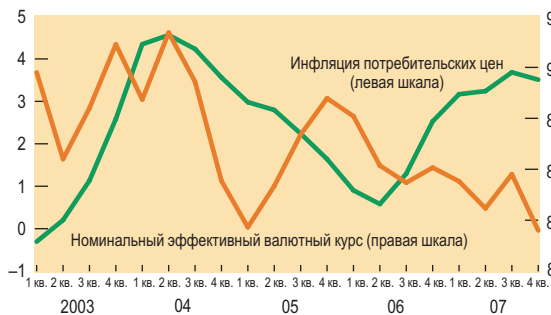
(Уровень безработицы, в процентах)



Действует режим гибко регулируемого валютного курса, и хотя цены на продукты питания растут, общий уровень инфляции находится под контролем.

(В процентах)

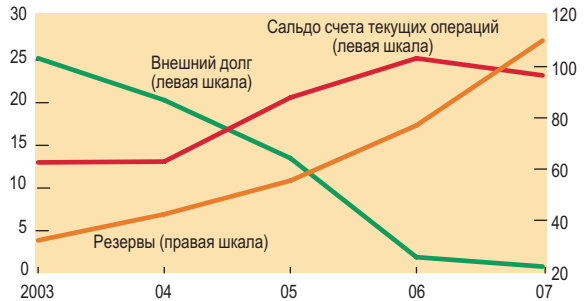
(Индекс 2000 = 100)



Рекордно высокие цены на нефть привели к гигантскому профициту по счету текущих операций, стремительному росту международных резервов, значительному сокращению внешнего долга . . .

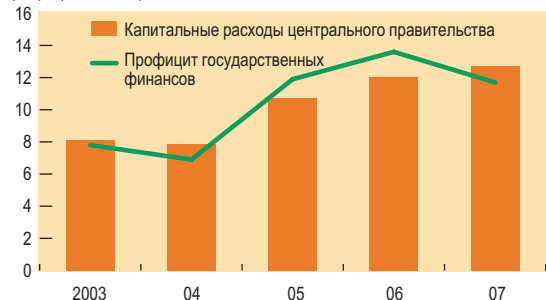
(В процентах ВВП)

(В млрд долларов)



. . . и крупному профициту бюджета, несмотря на грандиозную программу государственных инвестиций, осуществляемую в целях удовлетворения неотложных потребностей в инфраструктуре и социальной сфере.

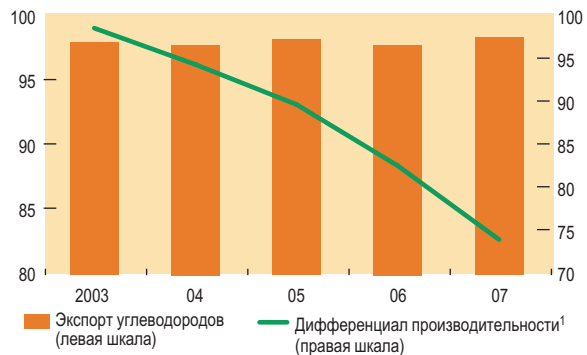
(В процентах ВВП)



К числу главных приоритетов Алжира относится повышение производительности и разностороннее развитие экономики, помимо углеводородных отраслей.

(В процентах общего экспорта)

(2000 = 100)



¹Разница в производительности между Алжиром и его торговыми партнерами.

Источники: официальные органы Алжира; оценки персонала МВФ.

Автоматические «дестабилизаторы»

Почему высокие цены на продукты питания и топливо оказывают дестабилизирующее воздействие на мировую экономику в условиях замедляющейся активности



Саймон Джонсон —
экономический советник
и Директор Исследователь-
ского департамента МВФ

ЭКОНОМИСТЫ любят термин «автоматические стабилизаторы». В общем, они называют так все, что имеет тенденцию корректироваться естественным путем, чтобы нейтрализовать другие изменения и сделать систему более стабильной. Одним из очевидных примеров являются пособия по безработице. Когда экономическая активность замедляется и люди теряют работу, страхование на случай безработицы обеспечивает им замещение доходов, что помогает поддерживать потребление на уровне, более высоком, чем он был бы в противном случае. Аналогичную роль играет сокращение поступлений от налога на доходы при снижении роста экономики, следствием которого является увеличение бюджетного дефицита.

Такие вещи происходят без каких-либо изменений в законах: они встроены в систему и «включаются» автоматически. И они вселяют уверенность. В известной мере любое движение в направлении рецессии автоматически нейтрализуется таким путем, который естественным образом ведет к подъему.

Глобальная версия

В глобальную экономическую систему встроено несколько важных автоматических стабилизаторов. Наиболее важные относятся к тому, как эта система реагирует на замедление роста экономики в одной из ведущих стран, таких как США. Одним из последствий должно быть снижение долгосрочных процентных ставок. И эти ставки в некоторой степени снизились с лета 2007 года. Со временем более низкие ставки должны способствовать инвестициям и изменить к лучшему ситуацию на рынке жилья.

Однако другим ключевым автоматическим стабилизатором традиционно были цены на биржевые товары. Как правило, при замедлении роста экономики США и других стран спрос и цены на биржевые товары, такие как нефть, снижаются. Это — твердо установленный факт. Падение цен на биржевые товары помогает поддерживать покупательную способность и, следовательно, спрос на более высоком уровне, чем он был бы в противном случае, в США и других странах с развитой экономикой. Более низкая инфляция также означает, что Федеральная резервная система США и другие центральные банки имеют более широкие возможности для снижения процентных ставок, а правительства, при необходимости — для увеличения бюджетных расходов. Разумеется, падение цен на биржевые товары не столь уж благоприятно отра-

жается на экспортерах биржевых товаров, но оно оказывает стабилизирующее воздействие на глобальный экономический рост в целом.

Все дело в продуктах питания и нефти

Но в настоящее время цены на биржевые товары не падают, а растут. Более высокие цены создают инфляционное давление во многих странах в то время, когда им необходимо рассматривать контрциклические меры политики. И они также наносят прямой ущерб малоимущим.

Цены на нефть, металлы и продукты питания возросли в течение нескольких лет (см. «Откровенный разговор», «Ф&Р» за декабрь 2007 года). Эта тенденция отчасти отражает активный спрос со стороны стран с формирующимся рынком, в частности, успехи и меняющиеся вкусы новых средних классов в бывших странах с низкими доходами. Это повышение спроса, по всей вероятности, является необратимым, и ему необходимо поставить в соответствие более высокие инвестиции в производство биржевых товаров.

Кроме того, рост цен на энергоресурсы и продукты питания в последние несколько лет являются следствием политики, проводимой в странах с развитой экономикой, включая США и страны Европейского союза, которые пытаются стимулировать производство биотоплива посредством субсидий и прискорбно высокого уровня протекционизма. Связь с ценами на нефть возникает из-за того, что, по мнению предприятий по добыче и переработке нефти, биотопливо делает их будущее более неопределенным и, таким образом, препятствует инвестициям. Связь с продуктами питания заключается в том, что земля все шире используется для производства сельскохозяйственных культур, из которых производится топливо для машин (вместо бензина или дизельного топлива), а не для людей (в виде калорий для прямого потребления человеком или корма для скота).

В некоторых случаях определенную роль играют также неблагоприятные погодные условия; это может быть временным явлением или частью более серьезных изменений в характере климата. На эту тему идет увлекательная дискуссия, к примеру, в Австралии. А рынок нефти по-прежнему узок и подвержен резким взлетам цен на волне слухов о нарушениях предложения, вызываемых различными причинами — от неблагоприятных погодных условий до политических рисков во всем мире.

Но дело также заключается в том, что за последние шесть месяцев, в то время как глобальная экономическая активность замедлялась, цены на большинство биржевых товаров не снижались, а повышались — то есть изменялись в направлении, противоположном тому, которое мы ожидали бы в обычной ситуации. Почему?

Текущие финансовые потрясения повышают привлекательность биржевых товаров как класса активов. В частности, ввиду снижения курса доллара в условиях низких процентных ставок участники финансового рынка ожидают, что цены на биржевые товары (включая нефть) будут повышаться, по крайней мере, в долларовом выражении. Существует риск того, что, по крайней мере, в течение некоторого времени эти ожидания могут стать самосбывающимися в таком отношении, которое вызовет превышение ценами уровня, соответствующего экономическим детерминантам.

Таким образом, несмотря на то что происходящее в последнее время повышение цен на энергоресурсы и продукты питания может носить временный характер, оно наносит весьма реальный и сильный негативный удар по беднейшим слоям мирового населения, которые тратят более 50 процентов своего дохода на продукты питания и топливо.

Естественная реакция правительств в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах заключается в том, чтобы создать «буфер» от повышения мировых цен на энергоресурсы и продукты питания — то есть не перекладывать это повышение, в полной мере или немедленно, на плечи потребителей, — главным образом для того, чтобы избежать разрушительных последствий, особенно таких, которые привели бы к существенному ухудшению жизненного уровня малоимущих, способному вызвать беспорядки или нечто худшее. Правительства амортизируют рост цен при помощи целого ряда мер, таких как контроль за ценами и ограничения на экспорт продуктов питания. Одним из непосредственных следствий успеха макроэкономической политики в последние несколько лет является то, что многие страны имеют возможность амортизировать повышение цен в большей степени, чем в прошлом.

Все это может показаться весьма благоприятным. Но силы, которые мы наблюдаем, взятые вместе, к настоящему моменту текущего года привели к повышению цен почти на 50 процентов. Это — серьезный глобальный шок, который наиболее сильно отражается на малоимущих.

Все взаимосвязано

Помимо этого, рост цен на биржевые товары подпитывается резкими изменениями курсов основных валют. В частности, в последнее время цены на нефть растут в связи со снижением курса доллара. В этом контексте должен оказаться полезным недавний призыв ведущих промышленно развитых стран Группы семи, обращенный к валютным рынкам, о недопущении разрушительного завышения курсов. Но в США инфляция снижается в связи с замедлением экономической активности, тогда как Европейский центральный банк по-прежнему озабочен инфляцией в связи с ростом цен на биржевые товары. Поэтому в условиях расходящихся курсов денежно-кредитной политики маловероятно, что скоординированная интервенция разрешит проблему или даже что она вообще осуществится.

Рассуждая аналогичным образом, целесообразно ли было бы применить единый подход к интервенции на рынках биржевых товаров, характеризующихся завышенными ценами? Разумеется, государственный сектор имеет право и обязан прозрачно информировать частный сектор о любой ситуации, когда, по его мнению, рынки зашли слишком далеко (или слишком быстро) — так называемый нажим сверху. Но может ли государственный сектор подкрепить такое предостережение вызывающими доверие мерами политики?

Это трудно представить себе. Рынок биржевых товаров не предоставляет эквивалентного механизма интервенций, которые центральный банк готов проводить на валютном рынке. Следует помнить, что эти банки, в конечном счете, контролируют денежную массу на обеих сторонах этого рынка. В ряде стран государственный сектор имеет стратегические запасы некоторых биржевых товаров, но их размеры невелики по отношению к глобальным торговым потокам.

Во всяком случае, недавние действия правительств во всем мире привели к еще большей нестабильности — особенно это касается ограничений на экспорт основных продуктов питания. Такие ограничения обычно нарушают глобальную торговлю, поднимают цены и могут приводить к панической закупке продуктов и созданию запасов.

Единственный рынок биржевых товаров, на котором государственные интервенции вообще возможны — это рынок нефти. На этом рынке действуют крупные производители, обладающие рыночным влиянием, и в определенный момент интервенция может оказаться эффективной. Ведь очень высокие цены на нефть имеют тенденцию вызывать большие проблемы в глобальной экономике (инфляцию, рецессию или «самый страшный кошмар» — стагфляцию), а большие проблемы, как правило, приводят к серьезно замедлению глобальной конъюнктуры и очень низким ценам на нефть. Несомненно, что такой крайний сценарий не в интересах производителей нефти.

Три пути

В более широком плане, мы можем обсуждать решение проблемы цен на биржевые товары как минимум тремя путями — или с точки зрения изменений в политике, которые будут сделаны, по крайней мере, в трех видах стран. *Богатые страны* могут улучшить (или ограничить) свою политику в отношении биотоплива путем сокращения субсидий или снижения протекционизма, *страны-производители нефти* могут принять обязательства о создании дополнительных мощностей, а *страны со средними доходами* могут скорректировать свои внутренние механизмы ценообразования и перейти к адресным субсидиям.

Нельзя допустить сохранения ситуации, при которой развитие производства биотоплива повышает неопределенность относительно будущей цены ископаемого топлива, препятствуя инвестициям как в добычу, так и в переработку энергоресурсов, что, в свою очередь, ведет к резкому приросту цен, которые развивающиеся страны стремятся не перекладывать на плечи потребителей. Мы создали глобальную энергетическую систему с автоматическими *дестабилизаторами*, и это — нежелательный результат.

Рискованное дело

Необходимо также изменить подход к уменьшению рисков и страхованию на уровне отдельных производителей и стран. Во всем мире предпринимаются значимые шаги к повышению страхования на случай катастроф и развитию надежных фьючерсных рынков. Эти шаги могут существенно помочь заверить фермеров в том, что при осуществлении инвестиций (на основе текущих цен) они могут зафиксировать цены на биржевые товары и получить отдачу.

Следует рассмотреть вопрос о принятии аналогичного принципа в отношении урегулирования шоков (включая изменения цен на нефть и продукты питания, которые оказывают влияние на объем импорта, а также экспорта) на макроэкономическом уровне. Страны должны быть больше уверены в том, что финансирование будет доступно во времена нужды, исключительно на том основании, что они имеют надежные среднесрочные детерминанты и испытывают поддающиеся измерению негативные шоки. Целесообразно застраховать машину и дом — так почему же не страну? ■



Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions

By Rolando Ossowski, Mauricio Villafuerte, Paulo A. Medas, and Theo Thomas

Страны-производители нефти получали выгоды от роста цен на нефть в последние годы. Увеличение экспорта нефти и доходов от нефти имело важные последствия для этих стран. Эти изменения выявили, как правительства управляют налогово-бюджетной политикой в свете меняющихся условий на рынке нефти, а также роль специальных фискальных институтов (СФИ). В этом документе неперiodической серии эксперты МВФ анализируют ответную реакцию налогово-бюджетной политики в странах-производителях нефти на нефтяной бум, происходящий в последнее время, и роль СФИ в управлении налогово-бюджетной сферой, изучают опыт отдельных стран и извлекают общие уроки. При этом они уязвляют выводы, касающиеся оптимальной практики создания СФИ, с более общими рекомендациями по управлению налогово-бюджетной сферой.

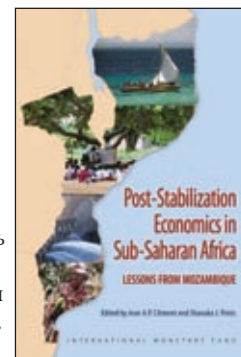
\$30. English. © 2008. x + 36 pp. Paperback. ISBN 978-1-58906-718-9. Stock# S260EA

Post-Stabilization Economics in Sub-Saharan Africa: Lessons from Mozambique

Edited by Jean A.P. Clément and Sbanaka J. Peiris

Мозамбик — пример экономического успеха в Африке к югу от Сахары. Его выдающиеся достижения предлагают ценные уроки другим странам с низкими доходами, находящимися на пост-стабилизационной стадии экономического развития, в том числе относительно того, как они могут эффективно распоряжаться расширенной иностранной помощью, направленной на сокращение бедности. Особый интерес для других стран к югу от Сахары представляют обсуждаемые в этой книге успехи Мозамбика в укреплении макроэкономической и финансовой стабильности и проблемы, с которыми он сталкивается, стремясь обеспечить долгосрочную устойчивость, создать добродетельный цикл использования природных ресурсов и осуществить структурные реформы второго поколения в целях поддержания экономического роста. В этой книге также приводится краткий обзор самых последних исследований по вопросам, относящимся к пост-стабилизационным странам Африки к югу от Сахары.

\$28. English. © 2008. viii + 397 pp. Paperback. ISBN 978-1-58906-677-9. Stock# PSESEA



Macroeconomic Consequences of Remittances

By Ralph Chami, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapen, and Peter Montiel

В этом первом глобальном исследовании комплексных макроэкономических последствий денежных переводов для стран-получателей рассматриваются два основных вопроса, стоящих перед директивными органами: как регулировать макроэкономические последствия денежных переводов и как использовать их потенциал развития. Подтверждая, что денежные переводы повышают благосостояние домашних хозяйств, освобождая их от бедности и защищая их от шоков в отношении доходов, в исследовании вместе с тем выделяются проблемы (в основном упускаемые из виду), создаваемые потоками денежных переводов для директивных органов, которые должны разрабатывать меры политики, способствующие денежным переводам и увеличивающие выгоды от них, но при этом снижающие негативные побочные эффекты.

\$30. English. © 2008. viii + 84 pp. Paperback. ISBN 978-1-58906-701-1. Stock# S259EA



The CFA Franc Zone: Common Currency, Uncommon Challenges

Edited by Anne-Marie Gulde and Charalambos Tsangarides

Примерно треть стран, находящихся в ведении Департамента стран Африки МВФ, являются членами зоны франка КФА. Притом что большинство других стран отходят от фиксированных валютных курсов, вопрос об адекватной основе политики, направленной на обеспечение устойчивости зоны франка КФА, несомненно, представляет интерес для разработчиков экономической политики и ученых-теоретиков. Вместе с тем в открытых источниках научные исследования по данному вопросу практически отсутствуют. Эта книга ставит целью заполнить данный пробел, сведя воедино работу, проведенную в связи с интенсификацией регионального надзора, и выделив текущие проблемы и основные требования к политике в случае, если эти валютные режимы будут продолжать использоваться. Книга основана на эмпирических исследованиях, проведенных широкой группой экономистов МВФ с участием нескольких экспертов из других организаций.

\$37.50. English. © 2008. xii + 398 pp. Paperback. ISBN 978-1-58906-675-5. Stock# CFZCEA



Для получения подробной информации или размещения заказа просьба обращаться на сайт www.imfbookstore.org/FD0806 или направить письмо по электронной почте по адресу: publications@imf.org, используя справочный рекламный код P0806GNO-FD.