

# Насколько полезны мудреные решения?

Рагурам Раджан

**Почему популярные предложения часто неэффективны, как в случае нового подхода к долларизации долга и «первородному греху»?**



Рагурам Раджан — экономический советник МВФ и директор Исследовательского департамента МВФ.

**Э**КОНОМИЧЕСКАЯ наука изобилует запутанными проблемами. Например, каким образом малоимущие могут получить доступ к кредитам, или как можно с помощью международной экономической политики положить конец существованию клептократических, деспотических режимов? И мудреные решения бьют фонтаном. Предоставьте малоимущим официальное право на владение своей землей, потому что оно будет служить им залоговым обеспечением для получения займов. Объявите долговые обязательства, выпущенные жестокими режимами, «одиозными» и не имеющими правовой санкции, чтобы инвесторам расхотелось финансировать такие режимы. Эти решения кажутся простым и недорогим ответом на возникающие проблемы, но они редко претворяются в жизнь.

Часто это объясняется не тем, что существует заговор игнорировать такие решения, а тем, что фундаментальные причины проблем и последствия предлагаемых решений шире, чем предполагалось. Может статься, что мудреное предложение не только не позволит решить проблему, но и приведет к нежелательному результату, понизив заинтересованность в проведении менее привлекательной, болезненной реформы, которая в конечном счете необходима для решения этой проблемы. Это не обязательно означает, что не следует выдвигать мудреные идеи или пытаться претворить их в жизнь, однако следует понимать, что решения, для того чтобы с большой вероятностью оказаться действительными, должны быть тщательно продуманными, то есть допускать возможность того, что фундаментальная проблема — не та, которая бросается в глаза. Многие мудреные решения не являются тщательно продуманными. Рассмотрим следующий пример.

## Долларизация и первородный грех

В последние годы долларизация обязательств получила широкое распространение. Все больше стран, банков и фирм в странах с формирующимся рынком выпускают долговые обязательства, деноминированные в иностранной валюте (обычно в долларах), даже не имея больших долларовых доходов. При снижении стоимости валюты той или иной страны возникающее несоответствие валют доходов и обязательств может привести к серьезным последствиям: суверенному дефолту, крушению банковской системы и широкомасштабному банкротству корпораций.

Учитывая такие риски, почему страны продолжают брать займы в иностранной валюте? Одно из объяснений, называемое гипотезой «первородного греха», состоит в том, что у стран не только нет никакого выбора в настоящий момент, но его и не будет в дальнейшем. По какой-то неустановленной причине, возможно, имеющей отношение к давно забытому «первородному греху», инвесторы опасаются данной страны, отказываясь принимать ценные бумаги, деноминированные в ее валюте. Другими словами, какой бы хорошей не стала налогово-бюджетная и денежно-кредитная ситуация в этой стране, у нее мало надежды избежать отказа (пусть и нерационального) со стороны рынка.

Однако недавние исследования показывают, что эмпирическое обоснование данного аргумента является шатким. Его логика также вызывает большие сомнения, когда мы видим, как инвесторы вновь начинают предоставлять кредиты странам Латинской Америки всего лишь через несколько лет после дефолта по обязательствам перед ними. Этот исторический опыт показывает, что инвесторы недолго помнят грехи, и уж, конечно, их памяти не хватает на столетия или даже десятилетия. Тем не менее довод о первородном грехе политически привлекателен, поскольку он освобождает страны от ответственности за свое нынешнее состояние.

Связанное с этим, но более правдоподобное объяснение устойчивого роста долларизации долговых обязательств состоит в том, что страны вынуждены проводить ее из-за отсутствия доверия к их денежно-кредитной политике. Согласно этому аргументу, если страна эмитирует долговые обязательства в национальной валюте, у нее появляется стимул освободиться от своего долга инфляционным путем. Инвесторы несправедливо полагают, что она поддастся такому соблазну даже несмотря на то, что ее политика в последнее время улучшилась. Зато при долговых обязательствах, деноминированных в долларах, у страны не будет такого стимула, поэтому инвесторы будут более охотно предоставлять ей кредиты.

В чем же заключается мудреное решение? Некоторые предлагают, чтобы Всемирный банк или МВФ выпустил облигации в национальной валюте данной страны, а затем предоставил ей вырученные средства в кредит, при условии погашения также в национальной валюте. Эти международные финансовые организации (МФО), предположительно, являются более здравомыслящими,

чем рыночные инвесторы, и их не беспокоит первородный грех или обманчивая репутация. Кроме того, они могут гарантировать, что страна не прибегнет к инфляционным методам для разрешения своих долговых проблем, тем самым дав инвесторам основание держать выпущенные МФО долговые обязательства в национальной валюте (в качестве альтернативы, МФО могут выпустить долговые обязательства, индексированные по инфляции). Такие предложения выдвигаются в ряде форм, с различной степенью сложности и различными целями. Некоторые из наиболее рациональных предложений принадлежат Барри Эйхенгрину и Рикардо Хаусману ("How to eliminate original financial sin" в газете "Financial Times", 22 ноября 2002 года) и Эдуардо Леви-Йеати ("Financial Dedollarization and the Role of the IFI: Dedollarizing Multilateral Credit" не опубликовано; Буэнос-Айрес, Аргентина, Университет Торкуато ди Телла).

Будет ли польза от этого мудреного решения? Ключевой вопрос состоит в том, что в действительности приводит к долларизации долга. История показывает, что страны переходят от выпуска долговых обязательств в иностранной валюте к выпуску долговых обязательств, денонмированных в национальной валюте, как правило, благодаря решению таких фундаментальных проблем, как чрезмерный дефицит или тенденция к инфляции, а не отпущению грехов, дарованному какой-либо высшей инстанцией.

### Долларизация и премия за страх

Для того чтобы проверить, является ли такое решение хорошо продуманным, рассмотрим еще одно объяснение долларизации долговых обязательств. Обычно долговые обязательства страны продаются не только иностранцам, но и резидентам. Это естественно, так как резиденты с большей вероятностью, чем иностранцы, склонны полагать, что они смогут обеспечить взыскание долга. «Маргинальный» национальный инвестор будет интересоваться структурой доходности, обеспечиваемой долговыми обязательствами. Теория финансов указывает, что он будет готов заплатить больше за ценную бумагу (или согласиться на ее меньшую доходность), стоимость которой, как ожидается, сохранится или возрастет при неблагоприятной экономической конъюнктуре, по сравнению с ценной бумагой, стоимость которой, предположительно, может упасть. Первая бумага обеспечивает более надежную страховку.

От чего же хотят застраховаться граждане в этих инвестирующих странах? Одна из основных проблем стран с формирующимся рынком заключается в том, что они подвержены неблагоприятным шокам, заставляющим иностранных кредиторов прекращать кредитование, что вызывает реальное обесценение валюты, а также высокую инфляцию в стране. Как правило, экономическая активность падает, что создает огромные трудности для населения. Рассмотрим, что происходит в это время с ценными бумагами. Пока страна не объявила дефолт, стоимость долговых обязательств в долларах возрастает из-за реального обесценения валюты, тогда как стоимость долговых обязательств в национальной валюте падает из-за инфляции и обесценения валюты. Национальные инвесторы, желающие защититься от кризисов, вызываемых «внезапными остановками», предпочтут долговые обязательства в долларах, так как они обеспечивают ценную страховку, и потому будут готовы согласиться на более низкую процентную ставку по этим обязательствам. (Разумеется, такие долговые обязательства имеют ценность лишь тогда, когда есть основания полагать, что правительство не объявит дефолт по своему долгу и что даже в случае дефолта оно погасит долг пропорционально своим другим непогашенным обязательствам.)

Это отнюдь не означает, что национальные эмитенты тотчас бросятся выпускать такие долговые обязательства, поскольку в неблагоприятные времена им придется платить больше. Но даже несмотря на то, что в идеальном мире эмитентам было бы безразлично, в какой валюте выпускать долговые обязательства — в долларах или национальной валюте, в реальном мире министры, банкиры и управляющие компаний могут относиться к этому иначе. Учитывая ожидаемый приток доходов, которые можно использовать для погашения, денонмированный в долларах долг с более низкими процентами позволит министру заимствовать авансом больше средств. В ситуации, когда возможности страны брать займы оказываются серьезно ограниченными, долговые обязательства в долларах могут быть привлекательными, даже если министр не страдает близорукостью. Если учесть также весьма реальную возможность того, что он не видит дальше своего короткого срока пребывания в должности, такой министр может с еще большей охотой согласиться на неопределенный риск в более отдаленной перспективе достижения определенной гибкости бюджета в краткосрочном плане. Такую же позицию могут занимать банкиры и высшие руководители промышленных фирм.

Будет ли польза от мудреного решения при таких обстоятельствах? Совершенно точно нет. При выпуске долговых обязательств, денонмированных в национальной валюте, МФО придется платить ту же премию за риск, которую платит соответствующая страна. Если страна берет займы в национальной валюте через эти организации, то к своим затратам на получение заемных средств она попросту прибавит и значительную плату за посредничество. С учетом этого, если бы МФО проявили готовность вмешаться в такой мере, что стране не потребовалось бы заимствовать средства у своих собственных граждан (крайне маловероятный сценарий), держателями долговых обязательств этой страны были бы одни иностранцы, и стране не пришлось бы платить премию.

Следует также с осторожностью относиться к поспешному осуждению долларизации: ее запрет может показаться еще одним мудреным решением. Хотя в разгар кризиса несоответствие валют является проблемой, нельзя судить о качестве вызвавших ее действий только по результатам. Запрет долларизации чреват издержками, такими как снижение способности страны или фирмы привлекать заемные средства или уменьшение возможностей для хеджирования. Такие издержки следует соотносить с потенциально искаженными стимулами, побуждающими эмитентов привлекать чрезмерные суммы долга в долларах.

В отсутствие четкого представления о затратах и выгодах, связанных с запретом долларизации, хорошо продуманная политика могла бы заключаться в устранении глубинных основополагающих причин и принятии мер по ограничению очевидных рисков. Важные коррективные меры включали бы повышение нормы частных сбережений, улучшение собираемости налогов и сокращение государственных расходов, для того чтобы страна могла накапливать резервный потенциал в расчете на неблагоприятную конъюнктуру, а также увеличение экспортных возможностей страны на случай неожиданной остановки притока капитала. Возможно, такая политика «примирения с долларизацией» не является мудреной и не принесет быстрых результатов, но в долгосрочном плане она с большей вероятностью может оказаться эффективной. Разумеется, такая политика ненадежна, если проблема действительно заключена в «первородном грехе». К счастью, история показывает, что эта политика приносит реальные результаты. ■