

Снова Большая игра?

Страны, стремящиеся обеспечить экономическую безопасность путем приобретения сырьевых компаний, рискуют выйти за рамки здравого делового смысла

Рагурам Раджан



Рагурам Раджан —
экономический советник
и директор Исследователь-
ского департамента МВФ.

НЕКОТОРЫЕ КОММЕНТАТОРЫ считают, что отчаянное стремление отдельных стран приобретать сырьевые компании в других (как правило, слаборазвитых) странах представляет собой повторение Большой игры — борьбы таких держав, как Британия и Россия, за влияние на Ближнем Востоке и в Центральной Азии в XIX-м веке. По их мнению, те, кто на раннем этапе приобретет больше всего сырьевых компаний, обеспечит себе наивысшую степень экономической безопасности в будущем, поскольку рост Китая, Индии и других густонаселенных развивающихся стран создает нехватку сырьевых ресурсов. Экономическая безопасность служит новым оправданием таких приобретений, как покупка миноритарных пакетов акций непрозрачных компаний в странах с низким качеством управления, которые в противном случае имели бы мало делового смысла. Обеспечат ли себе наибольшую степень экономической защищенности те, кто будет действовать быстрее и решительнее всех в этой новой Большой игре? Не вытесняет ли выгода от экономической безопасности здравый деловой смысл?

Сомнительный покупательский бум

Оставим в стороне вопрос о том, неизбежен ли длительный период превышения спроса на сырьевые товары над их предложением, даже несмотря на то, что в прошлом подобные прогнозы оказывались безосновательными. Примем без доказательств, что такая вероятность в конечном счете существует. Чтобы упростить дискуссию, допустим, что приобретения совершаются государственными компаниями и что все полученные доходы и средства направляются непосредственно на нужды граждан государства-покупателя — допущение, в лучшем случае, спорное. Даже при столь радикальных допущениях, должна ли страна впадать в покупательский ажиотаж, чтобы защитить себя?

Как именно будет в дальнейшем изменяться зарождающийся дисбаланс между спросом и предложением? Рассмотрим наиболее вероятную ситуацию, когда мировой рынок данного сырьевого товара (в дальнейшем будет использоваться пример нефти) продолжает функционировать. Если возникает дисбаланс, а предложение нефти в краткосрочной перспективе является фиксированным, рыночная цена на нефть стремительно возрастет, в результате чего спрос сократится, чтобы сравняться с предложением.

Как может помочь собственность на иностранные нефтяные активы? Можно было бы предположить, что страна, владеющая зарубежной нефтью, может использовать прибыль от продаж, чтобы сохранить низкую внутреннюю цену и тем самым оградить свою экономику от воздействия высоких цен на нефть. Однако это лишено экономического смысла. Рыночная цена нефти отражает ее альтернативную стоимость. Вместо того чтобы субсидировать цену на внутреннем рынке нефти (и, таким образом, стимулировать внутренних производителей и потребителей к использованию слишком большого количества нефти, учитывая ее истинную стоимость), было бы гораздо разумнее позволить внутренней цене вырасти до уровня международной и распределить непредвиденную прибыль от продажи нефти в пользу населения.

Иными словами, предположим, что страна экспортировала некие устройства, произведенные с применением энергоемкой технологии. С политической точки зрения было бы удобно постараться избежать сокращения производства и продолжить конкурировать на рынке этих устройств путем субсидирования цены на нефть, используя для этого финансовые резервы, полученные благодаря иностранным нефтяным активам. Однако это поглотило бы непредвиденную прибыль от нефти вследствие субсидирования неэффективного производства и иностранных покупателей таких устройств. С экономической точки зрения более выгодно было бы сократить производство устройств (или перейти к новым технологиям) и использовать непредвиденную прибыль для осуществления трансфертов гражданам, особенно тем, кто в наибольшей степени пострадал от высоких цен. Таким образом, в случае роста цены на нефть эти граждане получили бы дополнительный доход: они были бы застрахованы.

Главное заключается в том, что владение дополнительными иностранными нефтяными активами не должно влиять на принципиальные экономические решения. Однако под давлением со стороны небольших мощных групп особых интересов в дело вмешаются политики, и непредвиденные доходы от нефти неизбежно будут потрачены на неоправданные субсидии. В результате из-за непредвиденных финансовых доходов, получаемых за счет хеджирования, страна-покупатель будет, в лучшем случае, принимать субоптимальные экономические решения.

Но предположим, что страна всегда принимает верные экономические решения. Приводит ли хеджирование к большей финансовой безопасности? Когда после подъема цен оглядываясь назад, хеджирование всегда представляется выгодным. Но если бы цена на нефть упала, граждане пострадали бы от потери доходов и снижения благосостояния из-за покупки иностранных нефтяных активов (по сравнению с ситуацией, когда их средства были бы вложены в другие отрасли). Если предположить, что на момент приобретения иностранные нефтяные активы были оценены по справедливой стоимости, страна выигрывает только в том случае, когда хеджирование помогает выровнять доходы и благосостояние граждан. Очевидно, что это не так, даже если страна существенно зависит от нефти.

Например, в крупной стране, такой как США или Китай, на которую приходится значительная доля мирового спроса, в период устойчивого роста, когда граждане получают большие доходы, мировая цена на нефть, вероятно, будет высокой, тогда как при неблагоприятной экономической ситуации цена, по-видимому, будет низкой. В таком случае иностранные нефтяные активы являются плохим инструментом хеджирования, поскольку они снижают доходы граждан, когда их уровень и без того низок, и повышают их в периоды высоких доходов. Действительно (и это может показаться ересью), страна могла бы выиграть от продажи своих внутренних нефтяных активов иностранцам и вложения полученных средств в активы, не связанные с нефтью.

Даже если владение нефтяными активами служит полезным средством хеджирования (например, в небольшой потребляющей нефть стране), совсем не очевидно, что следует приобретать акции непрозрачных компаний, действующих в зарубежных странах с низким качеством управления. При росте цены на нефть страна испытывает более сильный соблазн экспроприировать иностранную собственность в своей нефтяной индустрии путем грабительского налогообложения или национализации — особенно если общественность в такой стране при подстрекательстве популистов начинает задним числом считать, что в прошлом эти активы были проданы слишком дешево. В случае роста цены на нефть безопасность владения страной нефтяными активами в зарубежных государствах с низким качеством управления, по-видимому, снижается.

Планирование на неблагоприятную перспективу

Как же в таком случае небольшая страна должна хеджировать риск изменения цены на нефть? Ликвидные, привязанные к нефти финансовые ценные бумаги на хорошо управляемых финансовых рынках, такие как нефтяные фьючерсы, торговли которыми ведется на развитых рынках, лучше всего подходят для этой цели, однако их объем далеко не достаточен. Впрочем, ликвидные долгосрочные ценные бумаги, привязанные к нефти, действительно существуют — это акции крупных нефтяных компаний. Поэтому, говоря без всякой иронии, возможно, лучшее, что можно посоветовать странам, которые стремятся застраховать себя от связанного с ценой на нефть риска, это: «Покупайте акции компании Exxon!»

Так что же побуждает страну приобретать крупные доли участия в плохо управляемых нефтяных компаниях, расположенных в опасных регионах? В этом может быть здравый деловой смысл: объект приобретения плохо управляется и способен принести выгоду за счет «ноу-хау» и управления, обеспечиваемых покупателем. Однако в таком случае представляется разумным приобретать активы, не скомпрометированные сомнительными заявлениями об укреплении национальной безопасности. Важно, чтобы цена объекта приобретения не полностью учитывала эти будущие усовершенствования системы управления. Например, объекты в странах-париях международного сообщества могут быть привлекательными для стран-покупателей, которые по-прежнему согласны вести с ними дела из-за крайне низкой цены приобретения. В противном случае трудно понять, каким образом покупателю удастся избежать

обычной судьбы таких приобретений: как правило, они переплачивают и в долгосрочной перспективе несут убытки.

Другие причины менее убедительны. Одна из них состоит в том, что страны опасаются общего распада рынка и скатывания в некий автаркический безумный мир из кинофильма «Безумный Макс», где нефть в дефиците, ни одна страна не согласна разрешать торговать тем, что она имеет, и не существует равновесной цены мирового рынка. Непонятно, насколько поможет владение нефтяными активами за рубежом, если возникнет такая ситуация. Скорее всего, правительства стран, на территории которых находятся эти активы, экспроприировали бы их. Каждая страна владела бы только теми нефтяными активами, которые физически находятся в ее политических границах. В самом деле, чтобы защитить себя от такой мрачной перспективы, стране следовало бы расширять разведку месторождений, повышать эффективность добычи и объем запасов в пределах собственной территории (независимо от того, кто владеет активами), одновременно увеличивая гибкость своей экономики, чтобы иметь возможность реагировать на возможные перебои с поставками нефти.

Даже в такой неблагоприятной перспективе трудно вообразить рынок, рухнувший полностью или надолго. Конечно, можно представить себе дельцов черного рынка и контрабандистов, покупающих нефть там, где она дешева, и перевозящих ее для продажи в те страны, где она стоит дорого. Если правительства не возведут непроницаемых барьеров вокруг своих стран — а затраты на это, скорее всего, будут непомерно высоки, — скрытая мировая цена восстановится. Тогда мы вернемся к уже рассмотренной ситуации.

Другой неубедительный мотив может заключаться в том, что государственные сырьевые компании легко распоряжаются прибылью, которую они в противном случае должны были бы вернуть государству. Существует ли более удобный для руководства компаний способ потратить эту прибыль, чем создавать империи за рубежом, оправдывая приобретения проверенным временем лозунгом о том, что «это делается в национальных интересах». Разумеется, в непрозрачных сделках любой такой довод подкрепляется незаконными выплатами менеджерам компании-приобретателя.

Лучший способ гарантировать предложение какого-либо сырьевого товара состоит в том, чтобы обеспечить надлежащую информированность и конкуренцию на мировом рынке этого товара, а также прозрачность и предсказуемость условий ведения предпринимательской деятельности. Информация о запасах и инвестициях помогает участникам рынка принимать здравые деловые решения. Конкуренция заставляет участников рынка действовать честно и делает цены информативными, позволяя потребителям получать выгоду. Предсказуемые условия ведения предпринимательской деятельности дают компаниям возможность осуществлять долгосрочные инвестиции. Прозрачность не только снижает затраты, связанные с коррупцией, но и защищает компании от будущих обвинений в заключении слишком «лакомых» сделок.

Итоговый вывод заключается в том, что новый меркантилизм (мне принадлежит больше вашего, чем вам моего) не ведет к укреплению национальной безопасности, каким бы привлекательным он ни казался. Коллективная безопасность стран будет наивысшей, если контроль над производственными активами находится в руках тех, кто лучше всего способен ими управлять. Действительно, каждый, кто берет на себя или сохраняет контроль над активом, которым кто-то другой мог бы управлять с большей эффективностью, увеличивает степень как индивидуальной, так и коллективной незащищенности. Большая игра усугубила незащищенность, несмотря на то что каждая из держав стремилась защитить себя. Будем надеяться, что на этот раз возобладает более здравый смысл. ■