

Моральный риск

*Способствует ли финансирование МВФ
неосмотрительности заемщиков и кредиторов?*



Тимоти Лейн
Стивен Филлипс

Моральный риск

*Способствует ли финансирование МВФ
неосмотрительности заемщиков и кредиторов?*

Тимоти Лейн
Стивен Филлипс

©2000 Международный Валютный Фонд

Редактор серии
Джереми Клифт
Управление внешних связей МВФ
Дизайн и оформление обложки
Массуд Этемади, Джек Федеричи
при участии секции графических работ МВФ

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ

Перевод: Новицкий Ю. А.
Корректурa и техническая редакция: Акчурина А. Э.
Компьютерная верстка: Гершон Т. Е.

ISBN 1-58906-145-4
ISSN 1020-5098

Опубликовано в марте 2002 года

Издания МВФ можно заказать по адресу:
International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201
Электронная почта: publications@imf.org
Интернет: <http://www.imf.org>

Предисловие

Серия «Вопросы экономики» призвана ознакомить широкие круги читателей-неспециалистов с результатами некоторых исследований по актуальным вопросам экономики, проводимых сотрудниками Международного Валютного Фонда. Основой для этой серии служат главным образом рабочие документы МВФ — технические документы, подготовленные сотрудниками МВФ и приглашенными учеными, — а также исследовательские работы по вопросам экономической политики.

Настоящая брошюра из серии «Вопросы экономики» основана на материалах рабочего документа МВФ 00/168 *“Does IMF Financing Result in Moral Hazard?”* («Создается ли моральный риск в результате финансирования МВФ?»), вышедшего в октябре 2000 года. Ссылки на рассматриваемые в данной публикации исследования приводятся в исходном документе, который можно приобрести в Службе публикаций МВФ (по цене 10 долл. США) или загрузить с сайта в Интернете: www.imf.org. Текст брошюры подготовлен Жаклин Ирвинг.

«Проблема морального риска продолжает вызывать озабоченность. Уверенность в том, что МВФ гарантирует возврат средств должниками, может побуждать частные учреждения предоставлять кредиты и инвестировать опрометчиво или, по крайней мере, в бóльших объемах, чем следовало бы».

Энн Кригер, первый заместитель Директора-распорядителя
Международного Валютного Фонда,
выступление перед Национальным клубом экономистов
в Американском институте предпринимательства,
Вашингтон, округ Колумбия,
ноябрь 2001 года

Порождает ли финансирование МВФ моральный риск?

Термин «моральный риск» часто используется при анализе эффектов страхования. В его основе лежит представление о том, что сам факт страхования повышает вероятность события, от наступления которого осуществляется страхование. Это происходит потому, что страхование ослабляет стимулы застрахованной стороны к принятию превентивных мер. В качестве некоторых простых примеров можно привести следующие:

- домовладелец, который в меньшей степени заботится о том, чтобы запирать свой дом, когда он застрахован;
- владелец автомобиля, который более рискованно управляет своим автомобилем, поскольку он застрахован;
- человек, уделяющий меньше внимания своему здоровью, так как у него есть медицинская страховка.

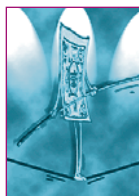
В финансовой сфере экономисты и политические деятели ведут дискуссии о том, является ли возможность получения финансовой поддержки от таких учреждений, как Международный Валютный Фонд, источником морального риска. Иными словами, действительно ли функция МВФ как кредитора стран, переживающих финансовый кризис, способствует такому поведению заемщиков и кредиторов, которое повышает вероятность кризиса?

После ряда кризисов на финансовых рынках, охвативших страны с формирующимся рынком в последние несколько лет, некоторые аналитики высказали предположение о том, что финансовая поддержка МВФ в определенных ситуациях *действительно* ведет к неосмотрительной выдаче кредитов банками и другими финансовыми учреждениями. Считается, что такие учреждения предоставляют кредиты без должного учета риска, поскольку они уверены в том, что в случае неблагоприятного развития событий столкнувшиеся с трудностями страны смогут воспользоваться помощью МВФ. В то же время утверждается, что если страны знают о возможности обратиться к МВФ

в случае кризиса, это ослабляет их стимулы к принятию своевременных мер для предотвращения кризиса. Проблемы морального риска занимали важное место в недавних дискуссиях о том, каким образом следует реформировать архитектуру международной финансовой системы и какова должна быть роль МВФ.

В той мере, в какой финансирование МВФ способствует ограничению общего экономического ущерба, вызываемого кризисом, возможность получить такое финансирование действительно может подтолкнуть как заемщиков, так и кредиторов к принятию на себя некоторых рисков, на которые в других обстоятельствах они бы не пошли. Однако этот факт не обязательно представляет собой проблему: напротив, одна из поставленных МВФ целей заключается в том, чтобы «за счет временного предоставления общих ресурсов государствам-членам при соблюдении адекватных гарантий создавать у них состояние уверенности». Важные вопросы связаны, скорее, с тем, способствует ли предоставляемая МВФ поддержка принятию заемщиками и кредиторами *чрезмерных* или *необдуманных* рисков, а также с тем, перевешивают ли такие дополнительные риски те преимущества, которые обеспечивает финансовая помощь МВФ в смягчении последствий кризиса. Одним из таких преимуществ является то, что в условиях кризиса ликвидности финансирование МВФ может помочь смягчить проблему коллективных действий, связанную с обреченным на провал поспешным стремлением кредиторов вернуть свои средства. Ответы на эти вопросы влекут за собой другой ключевой вопрос: насколько важен любой создаваемый МВФ моральный риск с точки зрения его воздействия на поведение заемщиков и кредиторов до кризиса?

Несмотря на то что проблема морального риска занимает значительное место в дискуссиях по вопросам экономической политики, до недавнего времени проводилось очень мало исследований с целью анализа ее эмпирической актуальности. В настоящей брошюре рассматриваются некоторые предварительные данные для обсуждения степени морального риска, связанного с финансированием МВФ.



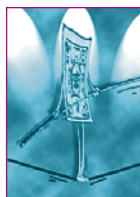
Понятие морального риска

Во-первых, каким образом может возникать моральный риск в связи с финансовой поддержкой, предоставляемой МВФ? Моральный риск представляет собой концепцию перспективного характера: когда на финансовых рынках присутствует моральный риск, заемщики и кредиторы принимают на себя риски *в данный момент*, исходя из того, что они ожидают получить поддержку в будущем, если произойдут определенные нежелательные события.

Рассматривая более конкретно перспективы возникновения морального риска в связи с финансированием МВФ, следует подчеркнуть, что предоставляемая МВФ финансовая поддержка не имеет формы простой выплаты денежных средств (как в случае страхования). Вместо этого МВФ предоставляет поддержку в виде кредита, который должен быть возвращен с процентами. Таким образом, в случае финансирования МВФ сумма «страхового пособия» представляет собой разность между ставкой, по которой страна в противном случае могла бы привлечь заемные средства (эта ставка может быть очень высокой в период кризиса), и ссудной ставкой МВФ (которая привязана к рыночным процентным ставкам в промышленно развитых странах).

Можно провести различие между моральным риском на стороне кредитора, который может принимать форму большей готовности предоставлять ссуды, и моральным риском на стороне должника или страны-заемщика, который выражается в снижении стимулов к принятию превентивных мер. Возможность получить финансовую помощь от МВФ может порождать моральный риск либо на стороне должника, либо на стороне кредитора — или же оба вида рисков, — так что эта помощь может иметь последствия для должников, кредиторов или обеих сторон.

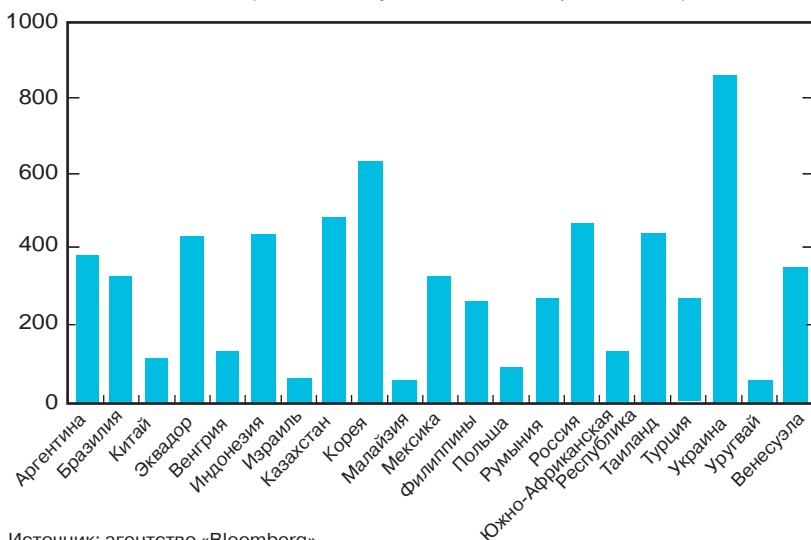
Одна из проблем, возникающих при попытке установить, порождает ли финансирование МВФ моральный риск, связана со сложностью получить данные о том, что произошло бы при отсутствии пакета экстренной помощи. Если бы МВФ не существовало, испытывающей финансовые затруднения стране пришлось бы искать альтернативные варианты, в том числе, возможно (но не исключительно), дефолт по внешнему долгу. Например, страна может допустить дальнейшее понижение курса своей валюты, что повысит конкурентоспособность ее экспорта и позволит ей за счет инфляции еще больше сократить свой долг в национальной валюте. Вариант, который будет избран в действительности, определяет, как возможность получения финансирования в рамках программ, поддерживаемых ресурсами МВФ, сказывается на относительной доходности различных видов долга.



Уверены ли кредиторы в том, что МВФ спасет их?

Анализ данных о процентных ставках и спредах, которые могут служить показателями предполагаемого риска, позволяет быстро исключить одну из крайних точек зрения относительно морального риска для инвесторов. Спред между доходностью по облигациям, подверженным риску дефолта, и доходностью по облигациям, не связанным с риском дефолта (например, облигациям казначейства США), показывает, какой дополнительный процентный доход должны получать инвесторы, чтобы держать облигации с более высокой степенью риска, и таким образом отражает как изменения в восприятии риска инвесторами, так и изменения кредитоспособности эмитентов. Чем выше риск дефолта по конкретному выпуску долговых обязательств страны, тем шире спред между доходностью по данному конкретному выпуску долговых обязательств и доходностью по облигациям казначейства США с аналогичными сроками погашения. Если бы частные кредиторы действительно полагали, что МВФ полностью гарантирует обслуживание долга своих государств-членов, это означало бы, что все такие государства-члены — или по крайней мере те из них, которые считаются «слишком большими, чтобы позволить им обанкротиться», — могли бы получать заемные средства по одинаковым процентным ставкам в одной и той же валюте. Безусловно, этого не происходит: в действительности для разных стран действует широкий диапазон процентных ставок по их займам в долларах США. Так, на рисунке 1 представлены спреды процентных ставок (выраженные в базисных пунктах, составляющих одну сотую процентного пункта) для выборки из 21 страны с формирующимся рынком по состоянию на конец 1998 года. В самом деле, в случае России и Бразилии — несмотря на то что их можно считать «слишком большими, чтобы позволить им обанкротиться» — спреды процентных ставок являются одними из наиболее широких.

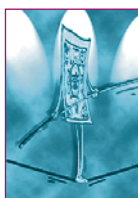
Рисунок 1
 Спреды доходности по долговым обязательствам,
 деноминированным в долларах США
 (в базисных пунктах, на 31 декабря 1998 года)



Источник: агентство «Bloomberg».

Примечание. Спреды доходности рассчитаны путем сопоставления внутренних, деноминированных в долларах США долговых обязательств и облигаций казначейства США с аналогичными сроками погашения.

Любое представление о наличии «полной гарантии» также может оказаться неверным из-за тенденции спредов к росту в период кризиса. Даже тот факт, что кризисы вообще происходят, служит дополнительным подтверждением того, что участники рынка не считают, что финансирование МВФ устраняет риск. Очевидно, рынки считают помощь со стороны МВФ и другую официальную поддержку ограниченной и/или зависящей от неопределенных событий. В то же время это, разумеется, не служит доказательством для диаметрально противоположной точки зрения о том, что поддерживаемая МВФ программа не оказывает абсолютно никакого влияния на перспективы кредиторов относительно погашения их ссуд.



Позволяют ли «новости» выявить моральный риск?

Для исследования вопроса морального риска также может применяться подход, основанный на анализе «новостей» или на изучении конкретных событий. В рамках данного подхода сначала выделяются конкретные события, которые могут нести рынкам новую информацию, влияющую на их перспективные представления относительно возможностей получения финансовой поддержки от МВФ в будущем. При использовании ежедневных данных и анализе динамики спредов за очень короткие интервалы времени в рамках данного подхода ставится задача отделить влияние новостей, связанных с МВФ, от других факторов. Если инвесторы действительно полагают, что доступность финансирования МВФ оказывает существенное влияние на рискovanность их вложений, можно ожидать, что цены облигаций на вторичном рынке будут мгновенно реагировать на такие новости.

Конечно, такого рода подход имеет свои ограничения — в частности, он не позволяет провести различие между моральным риском (нежелательным воздействием на экономическое поведение) и положительными эффектами деятельности МВФ, которые проявляются в сокращении реального экономического ущерба от кризиса. Это необоснованно завышает шансы того, что будут найдены такие данные, которые указывают на моральный риск. С другой стороны, возможно также, что некоторые из указанных событий не совсем подходят под определение «новостей», поскольку рынки могли предвидеть эти события, что уменьшает возможность выявить моральный риск.

В любом случае подход, основанный на изучении конкретных событий, по существу связан с анализом *изменений* в степени морального риска, обусловленного деятельностью МВФ, а не с его наличием. По этой причине данный подход особенно пригоден для изучения вопроса о том, способствовали ли изменения в политике, влиявшие на кредитную деятельность МВФ в 1990-е годы, повышению уровня морального риска.

Прежде всего рассмотрим «события» 1990-х годов, которые имели форму сообщений о новых программах, поддерживаемых МВФ, в начале финансовых кризисов. Особенно интересен случай Мексики в период с конца 1994 по начало 1995 года, поскольку о нем говорилось, что он создал важный прецедент и даже непосредственно способствовал кризису в Азии, произошедшему несколькими годами позже. Утвержденный в феврале 1995 года кредит «стэнд-бай» для Мексики составил 17,8 миллиардов долларов США — наиболее крупный из когда-либо утверждавшихся до этого времени кредитов для

любого государства-члена как по абсолютной величине, так и по отношению к квоте этого государства-члена в МВФ.

Изменили ли масштаб или иные аспекты структуры поддерживаемой МВФ программы для Мексики ожидания кредиторов в отношении того, в каком положении они окажутся во время будущих кризисов? Согласно данным за этот период, с конца декабря 1994 года наблюдался резкий рост спредов процентных ставок. Последующие сообщения о новых поддерживаемых ресурсами МВФ программах в начале 1995 года не остановили их дальнейшего роста, не говоря уже о быстром возврате спредов на предкризисные уровни. Таким образом, в данном случае использование подхода, основанного на конкретных событиях, не указывает на наличие морального риска.

Примечательно, что события 1994–1995 годов в Мексике, по всей видимости, не повлияли на спреды по облигациям нескольких стран Азии с формирующимся рынком: спреды не расширились, когда Мексика стала испытывать финансовые трудности, и не сузились, когда была утверждена программа поддержки МВФ для Мексики. Они не сузились и после сообщений, предшествовавших утверждению этой программы. Это позволяет предположить, что большинство инвесторов не считали, что программа для Мексики имеет существенное отношение к кредитоспособности новых индустриальных стран Азии.

Теперь рассмотрим вопрос о том, вызвало ли моральный риск утверждение МВФ крупных финансовых договоренностей с Таиландом, Индонезией и Кореей в 1997 году и шесть сообщений, связанных с этими договоренностями. МВФ утвердил для этих стран кредиты на сумму до 3,9 миллиарда, 10,1 миллиарда и 21 миллиарда долларов США, соответственно.

Однако первые три сообщения, которые были сделаны до начала более общего кризиса в октябре 1997 года, не вызвали никаких значительных изменений в спредах. Спреды индекса долговых обязательств развивающихся стран (ЕМВИ), рассчитываемого агентством «J.P. Morgan», несколько возросли после четвертого сообщения — то есть изменились в противоположном направлении по сравнению с тем, что можно было бы ожидать при наличии морального риска. Хотя два последних сообщения (оба касались Кореи) сопровождалось уменьшением спредов, представляется, что эти уменьшения были слишком незначительными для того, чтобы рассматривать их как значимые. Таким образом, и в этом примере факты не подтверждают идею о том, что вмешательство МВФ (в данном случае в Азии) придавало новую уверенность инвесторам в странах с формирующимся рынком в целом.

Другим возможным признаком морального риска может также быть реакция финансовых рынков на изменения лимитов доступа к ресурсам МВФ, то есть верхних пределов сумм, которые МВФ предоставит в ссуду той или иной стране, кроме исключительных обстоятельств. Верхний предел устанавливается как для финансирования, выделяемого на конкретный год, так и на кумулятивной основе. Оба показателя выражаются в процентах от квоты страны в МВФ. В принципе увеличение лимитов доступа к ресурсам МВФ могло бы способствовать повышению морального риска, *если бы* рынки сочли такое увеличение признаком готовности МВФ предоставлять ссуды в более крупных размерах. Данные о реакции рынка на повышение годовых лимитов доступа к ресурсам МВФ в октябре 1994 года (с 68 до 100 процентов от квоты государства-члена) не указывают на наличие каких-либо признаков повышения морального риска: спреда не сократились.

Рассмотрим теперь реакцию рынков на изменение объема совокупных ресурсов МВФ. Когда в сентябре и декабре 1997 года, а затем в феврале 1998 года в пресс-релизах МВФ появились сообщения о том, что МВФ будет стремиться к увеличению квот государств-членов — решение, которое должно было повысить предполагаемую вероятность расширения ресурсов МВФ, — никакого значимого сокращения спредов на формирующихся рынках не произошло. В действительности спреды существенно *возросли* после окончательного сообщения в январе 1999 года о проведенном увеличении квот.

Тем не менее следует с осторожностью подходить к интерпретации вышеуказанной реакции рынка как аргумента, опровергающего представление о моральном риске, порождаемом МВФ. Подобная реакция рынка может также означать, что инвесторы в большинстве своем ожидали повышения квот.

Возможно, полезно более внимательно рассмотреть ответную реакцию на событие, которое с большей очевидностью представляло собой «новость» для рынков. В рамках общего процесса увеличения квот получение одобрения Соединенных Штатов Америки, крупнейшего пайщика МВФ, бесспорно, было самым серьезным препятствием, которое нужно было преодолеть, учитывая отсутствие, как изначально представлялось, поддержки со стороны Конгресса. С учетом этого обстоятельства принятое в октябре 1998 года решение законодательного органа США удовлетворить данный запрос в полном объеме, возможно, было самой значительной новостью в ходе этого процесса. И поскольку это одобрение было получено в то время, когда ликвидная позиция МВФ стала необычно слабой, рынки могли рассматри-

вать данное одобрение как снижение ограничения на будущие кредиты МВФ, которое в ближайшее время грозило стать обязательным. Это событие действительно сопровождалось значительным сокращением спредов, что, по-видимому, согласуется с представлением о том, что потенциальная доступность финансирования МВФ порождает определенный моральный риск.

Однако прежде чем прийти к такому выводу, следует сделать одно предостережение: в конечном счете, имеющиеся данные являются не очень надежными, поскольку наблюдавшееся сокращение спредов не было необычайно большим по сравнению с типичными краткосрочными колебаниями. В данном случае налицо проблема, частично обусловленная способом передачи новости о положительном решении США — постепенно, с намеками на предстоящее одобрение в течение нескольких недель, предшествующих самому событию, а не в форме одного неожиданного сообщения. Это может указывать на необходимость использовать более длительный период времени, чтобы проследить воздействие данной новости в полной мере. Однако в случае более продолжительного периода времени становится труднее отделить эффект повышения квоты от воздействия других происшедших одновременно событий — в особенности объявленного 15 октября внезапного снижения процентных ставок Федеральной резервной системой США.

Все обсуждавшиеся выше события в принципе могли подать рынкам сигнал о том, что ссудная политика МВФ становится более либеральной, создавая тем самым потенциально большие гарантии для инвесторов. Однако, за единственным исключением, эти события не были связаны со значительным сокращением спредов доходности на формирующихся рынках (см. рисунок 2).

Подводя итоги анализа, отметим, что девальвация в России и фактический частичный дефолт по внутреннему государственному долгу в августе 1998 года могли подать тревожный сигнал инвесторам. Хотя признаки проблем в России наблюдались и до августа, не может быть практически никаких сомнений в том, что дефолт России оказался новостью для рынка. В самом деле, перед кризисом в России некоторые инвесторы многословно рассуждали по поводу «игры морального риска», ведущейся с целью эксплуатировать представление о России как о стране, которая «слишком велика, чтобы позволить ей обанкротиться». Некоторые наблюдатели действительно указывали на выделение МВФ кредита России и утверждение им дополнительных кредитов в июне и июле 1998 года как на доказательство того, что Россия

Рисунок 2

Спреды доходности, октябрь 1994 года – март 1999 года



Источник: агентство «J.P. Morgan».

относится именно к этой категории стран. Но события августа 1998 года разрушили все ожидания относительно того, что в дальнейшем МВФ будет предоставлять стране столько кредитных ресурсов, сколько необходимо для того, чтобы удержать Россию на плаву.

В данном случае «новостью» было не какое-либо конкретное действие МВФ, а скорее осознание *отсутствия* действий МВФ, которые могли бы дать России возможность избежать мер, объявленных 17 августа, а также последующее отсутствие каких-либо быстрых шагов со стороны МВФ по вливанию нового финансирования.

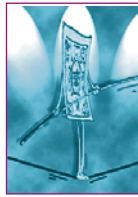
В действительности, хотя сообщения, касавшиеся МВФ и России и поступавшие в течение двух месяцев перед дефолтом, по всей видимости, не повлияли на рынки облигаций, в период, близкий по времени к сделанному Россией заявлению от 17 августа, наблюдалось резкое общее расширение спредов. В особенности это было характерно в дни сразу после объявления о дефолте. Безусловно, скачок спредов индекса долговых обязательств развивающихся стран частично был

вызван самим расширением спреда по российским облигациям, но при этом имело место и значительное общее расширение спредов.

Один из способов интерпретировать эту ситуацию — сделать вывод о том, что отсутствие в августе 1998 года новой финансовой поддержки России со стороны МВФ и из других официальных источников стало тревожным уроком для рынков облигаций и тем самым привело к *снижению* морального риска. Это, в свою очередь, прежде всего предполагает существование определенного морального риска, вызванного деятельностью МВФ. Однако некоторая доля расширения спредов по облигациям за пределами России могла быть, по крайней мере частично, обусловлена цепной реакцией (через различные каналы) или тем сигналом к «пробуждению», который подало данное событие инвесторам, указав на рискованность суверенных долговых обязательств, а не каким-либо конкретным снижением морального риска, связанного с МВФ.

Какой вывод можно сделать, рассмотрев эти случаи? Естественно, самую крайнюю форму морального риска — когда инвесторы уверены в полной гарантии МВФ — можно исключить даже для стран, относящихся к категории «слишком больших, чтобы позволить им обанкротиться». Данные о степени морального риска носят менее отчетливый характер. Однако сопоставление некоторых основных выводов из рассуждений о моральном риске с фактическими данными не позволяет сделать однозначное заключение. В частности, отсутствуют доказательства того, что действия МВФ со времени кризиса в Мексике положили начало новой эпохе, характеризующейся гораздо более высоким моральным риском.

В то же время эти результаты следует признать предварительными. Подход на основе конкретных событий имеет очевидные ограничения, связанные с трудностью различия между последствиями рассматриваемых событий и последствиями, вызываемыми другими обстоятельствами. Более того, новости, которые могли создать представление о том, что финансирование МВФ стало более доступным, могли бы повысить склонность стран с формирующимся рынком к заимствованию. Если бы это было так, и если бы итоговые последствия для спредов процентных ставок были мгновенными, это могло бы оказать противодействие влиянию, вызванному большей готовностью кредиторов предоставлять кредиты, что затруднило бы выявление наличия морального риска. Вероятно, следует проанализировать данную возможность, рассмотрев, наряду со спредами процентных ставок, также и объемы финансирования, предоставленного странам с формирующимся рынком.



Создают ли масштабы кредитования МВФ серьезный моральный риск?

Почему инвесторы могут не считать МВФ гарантирующим их инвестиции? Это может объясняться одной из следующих причин или обеими этими причинами: они могут не иметь уверенности в том, что финансовая помощь МВФ будет предоставлена, или же они могут сомневаться в том, что такая помощь сможет защитить их позиции. Что можно сказать о *масштабах* финансовой поддержки МВФ? Позволяло ли его финансирование покрыть существенную часть позиций инвесторов (исходя из того, что вся эта помощь используется для данной цели)?

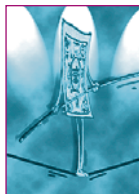
При прогнозировании вероятного размера будущей поддержки МВФ частные инвесторы могут учитывать официальные лимиты МВФ на доступ государств-членов к его ресурсам. Такие лимиты связаны с размерами взносов в счет квоты (или в капитал), которые уплачиваются государствами-членами.

Вместе с тем анализ данных о предоставленной МВФ поддержке показывает, что одних только лимитов может оказаться недостаточно для оценки ожидаемой суммы. В большинстве программ, поддерживаемых МВФ, фактически начисленная сумма значительно ниже допустимого верхнего предела. Однако в некоторых исключительных случаях — именно в тех случаях, которые вызвали недавние дискуссии, — утвержденный размер доступа может существенно превышать эти лимиты. Кроме того, в некоторых случаях МВФ также формировал пакеты помощи на основе других официальных источников, выходя при этом далеко за рамки собственного финансирования.

В значительном большинстве договоренностей о кредитах «стэнд-бай» и о расширенном кредитовании доступ к ресурсам МВФ в годовом выражении, как правило, является небольшим. Например, в 1997 году для большинства договоренностей о кредитах «стэнд-бай» доступ к ресурсам составлял от 1/2 до 1 процента ВВП государства-

члена. Учитывая типичные показатели отношения внешнего долга к ВВП, трудно понять, каким образом подобные масштабы доступа к ресурсам МВФ могли бы заставить частных кредиторов поверить, что МВФ гарантирует их инвестиции. Этот вывод сохраняет свою справедливость и в отношении доступа к ресурсам МВФ в исключительно крупных объемах.

Другие факторы также ограничивают уверенность инвесторов, создаваемую пакетами финансовой поддержки МВФ. Публикуемые показатели относятся к первоначальным обязательствам о выделении средств, и инвесторы не могут принимать как данность, что эти суммы будут фактически предоставлены полностью: поддержка со стороны МВФ и из других официальных источников обычно предоставляется поэтапно и обуславливается выполнением конкретной программы в соответствии с намеченным курсом. В некоторых случаях предоставляемое на двусторонней основе финансирование на практике не соответствует первоначально объявленному. Таким образом, даже в исключительных случаях масштабы финансовой поддержки МВФ недостаточны для того, чтобы полностью «спасти» частных инвесторов, и привлечение средств из других официальных источников существенно не меняет это положение.



Выводы

Невозможно с легкостью отвергнуть доводы о том, что финансирование МВФ порождает моральный риск. С самого начала в настоящей брошюре признается, что поскольку программы, поддерживаемые ресурсами МВФ, направлены на ограничение совокупных экономических издержек финансовых кризисов, определенный элемент морального риска — бóльшая готовность кредиторов и дебиторов принимать

риск таких кризисов — является, по существу, неизбежным следствием. Однако основной вопрос заключается не в наличии или отсутствии морального риска, а в его *степени*. Даже в случае стран, которые считаются «слишком большими, чтобы позволить им обанкротиться», самые базовые данные опровергают крайнюю гипотезу о том, что инвесторы уверены в наличии полной гарантии со стороны МВФ в случае финансового кризиса.

Помимо этого, на основе данных о ряде кризисов финансовых рынков в странах с формирующейся рыночной экономикой в настоящей брошюре показывается, что роль морального риска, возможно, серьезно завышается некоторыми наблюдателями. Это, безусловно, не отрицает необходимости учитывать последствия морального риска при оценке возможных реформ международной финансовой системы. Даже если моральный риск не является эмпирически значимым, он может стать таковым при изменении этих программ или рыночных механизмов. Более того, полученные результаты не умаляют необходимости принимать разумные меры с целью не допустить того, чтобы финансирование МВФ служило главным образом средством экстренной помощи частным кредиторам. К таким мерам можно отнести недавние попытки обеспечить более широкое участие частного сектора в урегулировании финансовых кризисов. Однако при принятии таких мер политики не следует руководствоваться необоснованной уверенностью в том, что моральный риск является всеобщей проблемой. Поскольку для определения величины морального риска необходимы дополнительные данные, такие действия следует предпринимать с осторожностью, соотнося возможность морального риска с другими результатами предоставления финансирования МВФ для уменьшения воздействия кризисов.

Серия «Вопросы экономики»

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.

-
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
 18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
 19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
 20. Пьетро Гарибальди и Паоло Мауро, «Создание рабочих мест: причины успеха некоторых стран», 2000 год.
 21. Томас Вульф и Эмине Гюрген, «Совершенствование управления и борьба с коррупцией в странах Балтии и СНГ: роль МВФ», 2000 год.
 22. Эндрю Берг и Кэтрин Паттилло, «Задача прогнозирования экономических кризисов», 2000 год.
 23. Анупам Басу, Эвенджелос А. Каламитсис и Данешвар Гура, «Содействие экономическому росту в странах Африки к югу от Сахары: изучение действенных методов», 2000 год.
 24. Эндрю Берг и Эдуардо Боренштейн, «Полная долларизация: преимущества и недостатки», 2000 год.
 25. Джон Норрегаард и Валери Реппелен-Хилл «Борьба с загрязнением окружающей среды: использование налогов и реализуемых квот», 2000 год.
 26. Махмуд Хасан Хан «Бедность сельского населения в развивающихся странах: выводы для государственной политики», 2001 год.
 27. Вито Танзи и Хауэлл Зи «Налоговая политика для развивающихся стран», 2001 год.
 28. Тимоти Лейн и Стивен Филлипс «Моральный риск. Способствует ли финансирование МВФ неосмотрительности заемщиков и кредиторов?», 2002 год.

Тимоти Лейн — начальник Отдела анализа политики в Управлении разработки и анализа политики МВФ. Этот отдел отвечает за анализ опыта проведения поддерживаемых МВФ программ и изучение различных вопросов политики, в том числе связанных со структурой программ и условиями, предъявляемыми МВФ. Тимоти Лейн работал также в Первом европейском управлении и в Исследовательском управлении МВФ. До прихода в МВФ он был доцентом экономики в Университете штата Мичиган. Имеет степень доктора наук, полученную в Университете Западного Онтарио.



Стивен Филлипс — старший экономист Отдела стран Тихоокеанского региона в Управлении Западного полушария МВФ. Во время проведения исследований для данной работы он работал с господином Лейном в Управлении разработки и анализа политики МВФ. Имеет степень доктора наук, полученную в Калифорнийском университете в Беркли.

