

Глава 4. Управление глобальными финансовыми рынками

4.1. Потоки капитала на новые рынки и управление риском

Обращает на себя внимание скорость, с которой вновь возобновились потоки капитала на возникающие рынки после опасений, связанных с мексиканским финансовым кризисом в начале 1995 г. Инвесторы стали больше отдавать себе отчёт о риске, связанном с вложениями на новых рынках. Существовало более значительное доверие к ряду макроэкономических, финансовых и банковских надежных показателей как в экономических условиях, так инвестиционных возможностях на рынках РС. В частности, очевидна более сильная дискриминация инвесторов как в отношении характера инвестиций, так и места их размещения, что проявляется в снижении значимости портфельных инвестиций, увеличении ПЗИ и перекрёстного заимствования в большинстве регионов и изменениях в потоках в различные регионы, также как и между странами внутри регионов.

Очевидно позитивное влияние таких тенденций на рыночную стабильность, но должен быть достигнут значительный прогресс, прежде чем качество и разнообразие экономических и финансовых показателей на новых рынках могли сравниться с хорошей стороны с тем, что имеется на рынках ПРС. Существует также беспокойство относительно предпочтений в пользу евробондов, деноминированных в иене и дойчмарке. В той степени, в которой риски обмена не были соответствующим образом защищены от возможных потерь, заимствования больше подвержены риску курсов обмена, нежели они могут управляться.

Займодавцы могли также быть подвержены большому кредитному риску, и этот аспект управления задолженностью потребовал отслеживания ситуации в некоторых странах с нарождающимися рынками. Быстро

растут масштаб и сложность валютных рынков, которые занимают все более важное положение в международной финансовой системе. Недавние инициативы "Группы 10" ПРС в содействии улучшения управления частным риском и сокращении рисков расчетов заслуживают одобрения. Было подчеркнуто, что уменьшение риска по расчетам - первоочередная задача для частного сектора.

4.1.1. Наблюдение за глобальным финансовым рынком

Наблюдая за трендами и достижениями на рынках основных промышленных стран, можно отметить, что эволюция международных финансовых рынков с начала 90-х гг. показывает большую эластичность международных рынков капитала. Несмотря на это, преждевременно делать вывод, что финансовые институты способны эффективно и легко реагировать на различные виды нарушений, включая непредвиденные и резкие изменения процентов и валютных курсов. Должна быть предусмотрена большая осмотрительность в действиях.

Банковские системы в основных ПРС достигли значительного прогресса в улучшении своих финансовых условий, эффективности и управлении риском. Но некоторые страны все еще имеют проблемы, и не может быть исключена возможность финансового стресса вследствие увеличения глобальной конкуренции - и роста новых и еще неизвестных финансовых трансакций. Важно добиваться улучшения регулирования и рыночной инфраструктуры в РС; национальные власти добиваются усиления надзора и наблюдения за своими финансовыми секторами.

Существует ряд соглашений, которые гарантируют стабильность и эффективность международных рынков. Инициативы "Группы 10" по координации и гармонизации своего наблюдения и регулирования — преимущественно через Базельский Комитет по Бан-

ковскому Надзору—выявляют ряд важных вопросов. В частности, настоящие *Руководящие принципы* по требованиям к минимуму капитала в случае рыночного риска, которому подвержены международные банки; принципы, на которых должно быть основано разделение ответственности по надзору между странами; и соглашения относительно совместного использования информации по надзору. Имеется также взаимное согласие, что текущий надзор и регулирующие соглашения в целом успешно справлялись с изменениями в международной финансовой системе. Несмотря на эти успехи, остались важные проблемы. Подход, предпринятый "Группой 10" - сформировать и реализовать надзор и регулиующую политику, должен быть адаптирован и применен в большей группе стран.

Это важно не только для защиты стабильности международной финансовой системы, но чтобы способствовать эффективности внутренних банковских институтов в РС.

4.1.2. Роль Фонда

Базельский Комитет и Банк Международных Расчетов (БМР) содействуют распространению региональных ассоциаций по надзору с целью реализации более эффективного надзора и регулирования. Поэтому нет никакой необходимости для еще какой-либо новой институциональной структуры. Однако, Фонд, с его универсальным членством, мог бы играть решающую роль в поддержании надёжности банков и приверженности новых рынков (переходных экономик и других РС) мировым согласованным стандартам.

Будут развиваться всемирно согласованный надзор и минимальные стандарты регулирования. Эти стандарты должны охватывать ключевые аспекты правил ответственного поведения, архитектуру регулирования окружающей среды, международное разделение ответственности по надзору и обмен информацией по управлению.

Как часть своей ответственности, Фонд будет способствовать распространению таких стандартов; он также поможет отслеживать прогресс в процессе принятия и соблюдении этих стандартов. Фонд должен выявить для себя набор основных принципов эффективного банковского надзора, разрабатываемых Базельским Комитетом и тесно сотрудничать с другими международными организациями и группами, включая Базельский Комитет и Всемирный Банк.

Бокс 2. Участие в МВФ - вклад в стабильность и процветание мировой экономики

За свою историю МВФ побуждал страны проводить здоровую экономическую политику, которая поддерживает рост путём низкой инфляции, здоровых денег, разумной финансовой политики и устойчивого состояния ПБ. Однако, когда экономический ландшафт изменился, а мы больше научились тому, как действует мировая экономика, мы расширили масштаб наших консультаций, включив другие элементы, которые являются также существенными для экономического роста и финансовой стабильности. Они включают:

создание более справедливого игрового поля для частного сектора, устраняя монополии и устанавливая более простые, более ясные регулирующие системы;

более сильные банковские системы, которые защищают сбережения мелких вкладчиков и направляют сбережения не только привилегированным лицам, но и тем, кто будет использовать их продуктивно;

сокращение непроизводительных правительственных расходов, таких как дорогостоящие военные и престижные проекты;

более высокие затраты на первичное здравоохранение и образование; адекватная социальная защита для бедных, безработных и других уязвимых групп; и защита окружающей среды;

большая прозрачность и ответственность в правительственных и корпоративных делах; и

более эффективный диалог с трудом и остальной частью гражданского общества.

(продолжение на с. 77)

4.2. Управление финансовыми беспорядками

Когда министры финансов и управляющие ЦБ встретились в Вашингтоне на ежегодном собрании МВФ и Всемирного Банка, на повестке дня стоял мировой экономический кризис. Роль МВФ получила более тщательную оценку. Три вопроса были в центре внимания: решение о программах поддержки МВФ в Азии и России, международная финансовая архитектура и как отвечать на непосредственный кризис, не причиняя в будущем ущерб международной системе.

4.2.1. Уроки азиатских кризисов

Программы МВФ в Таиланде, Индонезии и Южной Корее были разработаны с тем, чтобы восстановить макроэкономическую стабильность и рост и преодолеть структурные слабости в каждой стране. Предполагалось временно повысить процентные ставки, чтобы стабилизировать валюту. Это было достигнуто в Южной Корее и Таиланде, чьи валюты сейчас стабильны в диапазоне почти на 35-40 % ниже предкризисного уровня, с краткосрочными процентными ставками около 8-9%, также ниже предкризисного уровня.

Те, кто критиковал временно высокие процентные ставки, оказался не в состоянии увидеть последующее обесценение, вызванное более низкими процентными ставками, что повысило бы бремя долгов, деноминированных в долларах. В то время как трудности, обусловленные более высокими процентными ставками были временными, те, что созданы более глубокой девальвацией, были постоянными.

Таиланд предпринял программу МВФ с дефицитом текущего баланса в 8 % от ВВП. Чтобы его сократить, программа включала увеличение бюджетных излишков до 3% от ВВП. Бюджетные сокращения, предложенные для Индонезии и Южной Кореи, были меньше; предла-

галось охватить только ожидаемые процентные издержки финансового реструктурирования. Когда программа для Таиланда была утверждена в августе 1997 г, Азия, включая Японию, испытала экономическое замедление, поэтому были рекомендованы меньшие финансовые сокращения. Так как рост в Южной Корее, Таиланде и Индонезии замедлился, согласованный бюджетный дефицит был увеличен; каждая страна имела значительный дефицит. Теперь имело бы смысл допустить большую бюджетную экспансию, включая дополнительные социальные расходы для бедных.

Включение структурных мер в эти программы подвергалось критике. Но так как неэффективность финансового и корпоративного секторов находилась в эпицентре экономического кризиса, необходимо было её рассмотреть, чтобы восстановить длительный рост. Действительно, приоритет сейчас должен быть отдан ускорению реструктуризации. Некоторые утверждают, что поскольку потребуются длительное время, чтобы получить результаты, было бы ошибкой пытаться двигаться очень быстро. Но отсрочка не ликвидирует банковские проблемы: на примере Японии она сделает их хуже.

Проблемы программ

Если их разработка была правильной, почему программы МВФ работали менее успешно, чем надеялись? Существуют два ответа. Первое, правительства первоначально отказывались осуществлять их. В каждой из трех стран программы начали осуществляться, а валюта стабилизировалась, только после прихода нового правительства. И, второе, внешняя экономическая среда ухудшилась, особенно благодаря японскому спаду.

Последствия больше всего заметны в экспорте трех стран. Быстрый рост экспорта в США помог вывести Мексику из кризиса 1994-95 гг. В то же время, стоимость экспорта из Таиланда, Индонезии и Южной Кореи как в Европу, так и в Америку действительно повысился ко второму кварталу, но в Японию он резко снизился

почти на 25%. Поэтому, экспорт пока не служил источником роста.

Где эти страны находятся теперь, через год после начала программ МВФ? Существуют важные признаки прогресса в обеих странах, Южной Корее и Таиланде, в стабилизации своих валют, падении процентных ставок и начале реструктуризации долгов банков и корпораций (рис. 4.1). Рост мог бы возобновиться ещё в этом году, хотя много зависит от внешней среды. Через год, вероятно, в каждой стране будет рост, и будет достигнут больший прогресс в структурных реформах, чем у их соседей - это хорошие основания для устойчивого восстановления.

Рисунок 4.1.

Курсы валют по отношению к доллару (на 1.07.1997 г.=100)

Краткосрочные ставки процента



Источник: The Economist. October 3rd-9th, 1998.

Проблемы в Индонезии глубже, т.к. гражданские беспорядки, которые сопровождались отставкой режима Сухарто, привели к массовому бегству капитала и потере уверенности инвесторов, и потребуется время и осторожное политическое и экономическое управление, чтобы все это восстановить. Критики винят во всем закрытие 16 банков с начала осуществления программы МВФ в Индонезии за коллапс рупия и подрыв доверия инве-

сторов. Но тщательный взгляд на хронологию предполагает, что главными виновниками были болезнь президента Сухарто в декабре, осознание, что правительство не сможет выполнить программу и чрезмерная ликвидность, созданная ЦБ.

Индонезия добилась некоторого прогресса за прошедшие месяцы. Рупий укрепился, когда начала поступать иностранная помощь. Но попытки сохранить цены на продовольствие ниже мирового уровня провалились, и цены на рис повысились. Поэтому правительство с помощью Всемирного Банка переключилось с общего субсидирования продовольствия на поставки бедным субсидированного риса и других предметов первой необходимости. Было начато также рассмотрение проблем внутреннего и международного долгов банков и корпораций, хотя необходимо сделать еще больше.

4.2.2. Кто поможет России?

С 1992 г. МВФ стал основным средством для предоставления помощи и продвижения реформ в России. Реформаторам с самого начала было трудно, т.к. они никогда не имели полного контроля над экономической политикой. Тем не менее, участие мирового сообщества в российской реформе оказалось в значительной степени решающим.

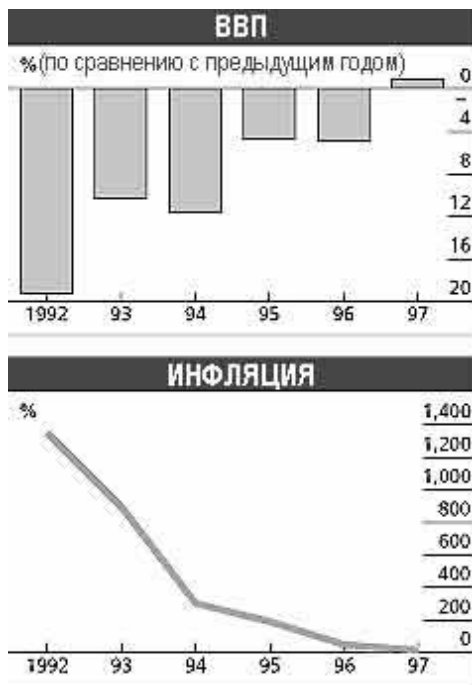
Был сделан некоторый прогресс: рубль стабилизировался, инфляция снизилась до однозначных чисел, а в 1997 г. был отмечен положительный рост (рис. 4.2). Что касается структурных преобразований, то приватизация улетучилась. Но немного было сделано для реструктуризации ВПК. И правительство, неспособное собрать достаточно доходов, часто имело долги по выплате заработной платы и пенсий. Банковская система плохо регулировалась и была подвержена риску девальвации. Коррупция была огромной проблемой для экономики и иностранных инвесторов.

Рисунок 4.2.

Степень фискальных проблем России трудно преувеличить. В 1997 г. федеральные налоговые поступления составляли 9.7 % от ВВП, или менее 4 млрд. долл. в месяц. Бюджетный дефицит составлял 6.9 % от ВВП. С 1996 г. правительство России определялось между своими потребностями собирать больше налогов и увеличивающимися выплатами процентов по своему растущему долгу. В 1998 г. сбор налогов улучшился. Во втором квартале впервые федеральные

доходы покрыли непроцентные расходы. Но падение цен на нефть и товары сократило экспортные поступления, процентные ставки повысились и правительство вынуждено было отсрочить еженедельную выплату свыше 1 млрд. долл. по краткосрочным рублёвым ГКО.

В июле международное сообщество стояло перед тяжелым выбором: помочь ли России предотвратить девальвацию. Неблагоприятное воздействие было очевидно и реформаторское правительство Кириенко добилось прогресса в налогах и других областях. Поэтому было



Источник: *The Economist*. October 3rd-9th, 1998.

принято решение помочь, допуская при этом большой риск. Был собран официальный пакет из 22 млрд. долл., при условии проведения налоговой реформы и представления схемы реструктурирования долга для держателей ГКО, чтобы перевести их в долгосрочные долларовые облигации.

Программа могла оказаться жизнеспособной, если держатели ГКО были бы готовы отсрочить свои ценные бумаги с наступившим сроком платежа. Но этого не случилось, когда Дума отклонила две налоговые меры (хотя она приняла большинство законов, представленных ей на рассмотрение), и выросли сомнения относительно способности правительства доводить до конца свои политические обязательства. Поэтому правительство столкнулось с незавидным выбором между девальвацией, реструктурированием долга, или тем и другим вместе. Оно выбрало и то, и другое: рубль был девальвирован, реструктурированы ГКО и объявлен временный мораторий на выплаты по частному долгу.

Вредное влияние, следовавшее после действий России, было серьезным. В конце концов, было осознание, что Россия не слишком большая, чтобы быть в состоянии подорвать доверие инвесторов - хотя трудно поверить, что искушенные инвесторы, которые зарабатывали в среднем 50% годовых по ГКО с 1994 г., действительно полагали, что эти инвестиции были в безопасности. Инвесторы были обеспокоены, что другие страны могут последовать примеру и односторонне реструктурировать свои долги, хотя почти все отвергли это.

Но в основном вредное влияние была вызвано техническими факторами. Инвесторы с высоким левереджем (он измеряется отношением долгосрочного долга ко всему используемому капиталу) вынуждены были реализовать бумаги, чтобы удовлетворить требования маржи; инвесторы, стремящиеся уйти с появляющихся рынков, продавали на наиболее ликвидных рынках, чтобы

извлечь наличность. Удары также достигли рынки в богатых странах.

Новое правительство России находится в чрезвычайно трудной ситуации. В краткосрочном периоде оно может применить печатание денег и больший контроль. Но эти подходы не будут работать; рано или поздно российское правительство будет вынуждено вернуться к задачам стабилизации и реформирования экономики. На том этапе мировое сообщество должно быть материально способно, чтобы вновь быть привлеченным к участию. Тем временем, Фонд должен содействовать властям вести переговоры с кредиторами о реструктуризации ГКО и снять 90 - дневной мораторий на оплату частного долга.

Что шло в России неправильно? Хотя за прошедшие годы был сделан прогресс, сменяющие друг друга правительства были слишком слабы, чтобы осуществлять свою желаемую политику. Международное сообщество с помощью МВФ было право, когда пыталось поддерживать реформы в России. И МВФ был прав с самого начала, подчеркивая необходимость исправлять бюджетные беспорядки. В конечном счете, слабая внутренняя ситуация вкупе с внешними шоками вызвала кризис. Потребуется время, чтобы преодолеть воздействие, но история российских реформ еще не закончилась.

4.3. Проекты реформирования международной финансовой системы

Нет недостатка в предложениях для реформирования международной финансовой системы. Среди основных - проекты по укреплению национальных банковских и финансовых систем; механизмы по сокращению вредного воздействия; контроль за капиталом; необходимость минимизировать моральный риск; новые режимы обмена; и реформа самого МВФ.

Ослабление банков также было вызвано или усугублено всеми недавними кризисами. На это заранее указывалось МВФ, но попытки добиться от стран предпринять превентивное действие не были успешны. Распространение международных банковских стандартов, суть Базельских принципов, является прогрессом. Но хотя наблюдение за банковскими системами было усилено, осуществляемые механизмы являются недостаточными. Должен быть сделан один выбор среди прочих: выдвигать разные требования к займам для различных стран в зависимости от стандартов, выполняемых их банковскими системами.

4.3.1. Вопросы к деятельности МВФ

Недавние финансовые кризисы в Азии подчеркнули важность многих этих элементов. Но это также породило массу дебатов о МВФ и его стратегиях. Какие вопросы были в центре обсуждения?

1. Дает ли он правильные рекомендации Азии? Существует мнение, что программы, поддержанные МВФ в Таиланде, Корее и Индонезии слишком жесткие. Нет сомнения, что экономическая активность в пострадавших странах снижается. Но это в основном результат внезапной реверсии потоков капитала. Без этих программ, без международной поддержки и их влияния на восстановление доверия, ситуация в Азии была бы даже более острой, с большим числом банкротств, более значительным спадом и даже более глубоким валютным кризисом. Суть программ поддержки МВФ - преодолеть проблемы, которые ускорили кризис. Таким образом, главный элемент - укрепление финансовой системы, улучшение систем управления и увеличение прозрачности, открытие рынков и восстановление рыночного доверия.

2. Создаётся ли его действиями моральный риск для заёмщиков и инвесторов? Что касается заёмщиков, никакая страна преднамеренно не проводила бы безрас-

судную политику, потому что она думала, что МВФ взяла бы ее на поруки в случае кризиса. Экономическое, финансовое, социальное и политическое страдание было бы слишком большим. Что касается инвесторов, эти программы - едва ли поручительство. Многие частные инвесторы терпят существенные убытки. С фондовыми рынками и валютными курсами, попавшими в трудное положение, иностранные инвесторы потеряли почти три четверти стоимости своих акций на некоторых рынках. Многие фирмы и финансовые учреждения станут банкротами, а их кредиторам не будут возвращены долги. Кроме того, отчеты по доходам в четвертом квартале указывают, что в целом азиатский кризис обошелся дорого для американских и других иностранных коммерческих банков.

Правда, в краткосрочном плане некоторые частные кредиторы, по крайней мере, частично защищены. Международное сообщество ищет лучшие способы для включения частного сектора в свои усилия, чтобы решить суверенные долговые проблемы.

3. МВФ использует деньги налогоплательщиков, чтобы взять на поруки азиатские экономики? МВФ - не благотворительное учреждение. Это - не агентство помощи. И его действия не осуществляются за счет налогоплательщика. Скорее, он работает наподобие кредитного союза, или оборотного фонда. Страна подписывается на ресурсы МВФ и она может извлекать кратную часть своей квоты, когда возникает потребность для финансирования дефицита платежного баланса. Это соглашение даёт возможность использовать ресурсы стран-членов с сильным ПБ для временных займов другим государствам - членам, которые нуждаются в них.

Во что обходится это соглашение американским налогоплательщикам? Как недавно заявил министр финансов Роберт Рубин, с самого начала деятельности МВФ американское участие "не стоило налогоплательщику ни одного цента".

4. Что делает мир и Соединенные Штаты, в частности, чтобы получить свои деньги? Во-первых, они получили наиболее эффективное средство, созданное все же для улучшения экономического функционирования стран во всем мире. Во-вторых, МВФ обеспечивает высокоэффективный механизм для разделения бремени. Хотя американское участие - существенное, американские ресурсы, все еще составляют только 18 % от капитала МВФ; остальной мир обеспечивает другие 82 %. Насколько дорогостоящим было бы для Соединенных Штатов разрешить любую из основных мировых финансовых проблем прошлых десятилетий, если они не были в состоянии работать через МВФ?

5. Является ли МВФ слишком скрытным? За этим скрывается несколько вопросов. Что обещали сделать Таиланд, Корея и Индонезия в своих посланиях - намерениях МВФ взамен финансовой поддержки? И как была пересмотрена мировая экономическая перспектива в свете азиатского кризиса? Ответы на них и, вероятно, на любой другой вопрос по МВФ можно найти на его web-сайте (www.imf.org), где размещается изобилие данных и другая информация — это часть усилий МВФ за прошедшие годы, чтобы уменьшить тайну, окружающую его деятельность.

6. Должен ли МВФ предостерегать рынки, когда он думает, что кризис назревает? Опасно, что его предсказания, хорошо обоснованные, иногда могут быть неправильными. Кроме того, предупреждения могут вызывать сами кризисы, которые он пробует предотвратить. Гораздо лучше, что рынок приходит к своим собственным заключениям. Именно поэтому МВФ установил стандарты данных, чтобы ориентировать членов в публикации достоверных данных для общественности, наряду с информационным табло на Internet так, чтобы общественность могла отслеживать данные отдельных стран. Также, правительства-члены продолжают получать полный

доступ к информации о мнениях МВФ и его действиях через своих представителей в Совете управляющих.

Заглядывая вперед

Что можно сделать, чтобы предотвратить будущие кризисы?

Мы должны поощрять страны улучшать качество информации, которую они делают доступной для МВФ и общественности.

Мы должны найти способы усилить внутренние финансовые системы, улучшая внутреннее регулирование и наблюдение и увеличивая прозрачность финансового сектора.

поскольку страны открывают свою экономику иностранному капиталу, мы должны способствовать им либерализовать потоки капитала очень осмотрительно и последовательно, чтобы максимизировать выгоды и минимизировать риски более свободных потоков капитала. С этой целью редактирование Устава МВФ сделает либерализацию движений капитала одной из целей МВФ и расширит его юрисдикцию на движение капитала.

Мы должны продолжить осуществлять хорошее управление и усиливать борьбу против коррупции.

Но реально, международное сообщество не может предотвратить каждый потенциальный кризис. Что еще может быть сделано, чтобы гарантировать что будущие кризисы могут эффективно управляться?

Конечно, должны быть найдены лучшие способы привлечения частного сектора к официальным усилиям, чтобы решить долговые кризисы и избежать проблемы морального риска. И мы должны расширить эффективность многосторонних учреждений. Очевидно, МВФ не может продолжать делать свою работу — в Азии или где-либо еще — если он не имеет адекватных ресурсов. Имеются основные риски в мировой экономике. Только несколько месяцев назад, многие наблюдатели думали, что азиатский кризис должен перекинуться через Тихий океан. Фактически, этого не произошло, но я не могу гарантировать Вам, что этого не будет в будущем. Таким образом, вызывает беспокойство, что пригодные для использования ресурсы МВФ понизились до уровня, который оставляет нам маленькое пространство для маневра — или защищать ликвидные резервы, которые страны-члены держат в МВФ, или удовлетворять выше средних, а порой и очень большие финансо-

вые потребности наших государств - членов — что намного меньше, чтобы ответить на новый кризис.

Мы должны заслужить поддержку наших членов, выполняя нашу работу хорошо и непрерывно реформируя самих себя. Но я надеюсь, будет признано, что участие в МВФ не существенная трата для налогоплательщика; скорее, это - вложение. Это - вклад в узком смысле, т.к. государства - члены зарабатывают процент за использование МВФ их валют. Гораздо более важно, это - также вклад в более широком смысле — вклад в стабильность и процветание мировой экономики.

Выступление Директора -распорядителя МВФ М. Камdessus в Экономическом Клубе Вашингтона. Washington, D.C., March 12.

4.3.2. МВФ в условиях глобализации: дебаты в Конгрессе США

Растет разрыв между бреттон-вудскими соглашениями полувековой давности и экономическими и политическими требованиями современного мира. Мы движемся от эры взаимозависимости - определяемой растущим экономическим взаимодействием государств - к эре глобализации. Быстрый прогресс в телекоммуникациях, информационных потоках и поездках более интенсивно приводят в движение феномен глобализации, который характеризуется ускорением взаимодействий между большим и растущим числом объектов вне контроля правительств.

Хотя глобализация во многих отношениях вещь хорошая - ей можно приписать более низкую инфляцию, больший выбор для потребителя и лучшие рабочие места - она в то же время является проблемой. Она ответственна в некоторых отношениях за потерю рабочих мест, более высокое неравенство по доходам, стагнирующую или ухудшающуюся реальную заработную плату и потерю национального суверенитета.

Длительный спор в американских академических кругах о глобализации и что делать в связи с этим, перешло в центральную стадию в ходе дебатов Конгресса, по по-

воду того, обеспечивать ли большее финансирование МВФ, чтобы он был способен помогать странам, испытывающим серьезное экономическое бедствие.

Те, кто выбирает в пользу свободного рынка, критикуют МВФ - как спасательный круг для стран, находящихся в беде. Этот подход мотивируется убеждением, что МВФ усыпляет правительства, инвесторов и кредиторов (прежде всего банки), поступающих опрометчиво. Морально вдохновляясь этим шансом или перспективой, что МВФ придет им на помощь, каждый свободен действовать безответственно и подстрекать будущие кризисы. Так было в Мексике, так произошло в Азии.

Подход с точки зрения свободного рынка выглядит хорошо теоретически, т.к. рынок вознаграждает тех, кто осуществляет разумные инвестиции и практику регулирования и наказывает других. В принципе, подход *laissez-faire* может обеспечить необходимый стимул для инвесторов, чтобы избежать чрезмерно опасных капиталовложений, и для правительств, чтобы принимать и воплощать разумную политику.

Критики идут, однако, еще дальше. Правительства, представляющие на рассмотрение МВФ спасательные планы, должны согласиться на часто жесткие реформы. Это как раз тот опыт, который побуждает другие правительства быть более осторожными. Аналогично, инвесторы на фондовых рынках в Мексике или Азии были бы поражены двойным ударом: понижением цен на местные акции и сильно девальвированными местными валютами. Если такие потери слишком малы, чтобы отговорить от безответственного поведения, будущие спасательные меры МВФ могут только частично покрыть то, что инвесторы поставили под угрозу.

Но, тем не менее, МВФ все еще незаменим. Без него США вынуждены бы были поддерживать страны у которых истощается иностранная валюта, т.к. торговля и инвестиции прекращаются, а кризисы в одном регионе угрожают распространиться на другие, т.к. инвесторы,

вкладчики и кредиторы все поспешат "стать ликвидными" в одно и то же время.

Кроме того, подход "руки прочь" (*hands-off*) представлял бы риск распространения ограниченного кризиса в нечто намного более дорогостоящее. И из-за глобализации это как раз могло бы случиться.

Кроме того, не только экономика оказалась бы под угрозой. В этом случае затрагиваются непосредственно стратегические интересы, как, например, в Мексике или Корее. Что бы там ни было, коллапс стран, жизненно важных для американских национальных интересов является как роскошью, так и предостережением, которых Соединенные Штаты не могут себе позволить.

Какие шаги необходимо предпринимать? Пополнение капитала МВФ - добавление к его резервному пулу для спасения совершенно недостаточно. Необходимы также преобразования, которые бы лучше дисциплинировали глобальные финансовые операции и транзакции. Такие реформы могли бы включать усовершенствования наблюдения за финансовыми учреждениями, введение международной практики отчетности для банков и корпораций, принятие сводов законов о банкротстве и механизмов для осуществления процедур банкротства, открытия финансовых и других рынков для иностранных инвестиций, даже если установлены некоторые ограничения на передвижение инвестиций внутри и за пределами страны.

Чтобы гарантировать выполнение этих мер, МВФ или какая-то другая международная организация (типа БМР или даже новой НПО) должны публиковать регулярные отчеты о достижениях отдельных стран в этих областях. Кроме того, МВФ должен содействовать странам в предоставлении своевременной и точной информации об основных финансовых показателях, включая состояние их текущих ПБ, резервов иностранной валюты и краткосрочной задолженности иностранным кредиторам.

Через какое-то время, рынки (включая банки и инвесторов) будут благоприятствовать тем странам, которые получат положительную оценку и накажут или минуют тех, которых среди них не окажется. Наконец, правительства и организации начнут желательные реформы, чтобы не упустить свой шанс.

Эти шаги помогут управлять глобальной экономикой, но оставляя риск, который либо обескуражит безрассудную спекуляцию на бирже, либо вынудит отказаться от роста и инноваций. Такие реформы требуют постоянного усиления МВФ как в традиционной роли кредитора в последней инстанции, так и в новой роли защитника прозрачности и обоснованного руководства.

4.4. Семинар МВФ по либерализации движения капитала

Является ли либерализация капитала хорошей идеей? Какие уроки могут быть извлечены из финансового кризиса в Азии? Является ли редакция Статей МВФ — обеспечивая юридическую базу перемещению капитала — необходимой, или МВФ должен продолжить свою нынешнюю роль, обеспечивая процесс либерализации капитала согласно настоящим Статьям? Эти и другие относящиеся к этому проблемы были обсуждены на семинаре, который состоялся под эгидой МВФ 9-10 марта 1998 г.¹ Семинар учел пожелание Совета управляющих МВФ: выявить широкий диапазон частных и официальных мнений. Среди участников — правительственные официальные лица высокого ранга, банки и официальные инвесторы из промышленных и развивающиеся стран, академики и представители международных организаций. Также приняли участие высшие лица из штата МВФ, управления и исполнительного совета..

¹ Здесь и далее использованы материалы указанного семинара, опубликованные в *IMF Survey*, Vol. 27, N 6, March 23, 1998.

Хороша ли идея либерализации движения капитала?

Тенденция к конвертируемости счетов баланса движения капитала "необратима", сказал Директор - распорядитель МВФ, Мишель Камdessus в приветственном слове 9 марта, и "все страны наблюдают, что процесс происходит организованным способом", независимо от того, на какой стадии этого процесса они находятся. Выгоды от открытия рынков долгосрочного ссудного капитала, отмечал Камdessus, хорошо известны: свободное перемещение капитала позволяют использовать ресурсы наиболее производительно и увеличить экономический рост и благосостояние как в национальном, так и в мировом масштабе. Страны на всех уровнях развития могут сообща разделить эти выгоды.

Как сказал Дэвид Перетс из министерства финансов Великобритании, "это не предмет размежевания между индустриальными и развивающимися странами. Существует общий интерес в получении этого права". Для развивающихся стран, поскольку традиционные источники финансирования иссякли, доступ к международным рынкам долгосрочного ссудного капитала для финансирования своих дефицитов по текущим операциям стал решающим для их непрерывного роста и развития, по утверждению Мухаммеда Якуба, Председателя Госбанка Пакистана. Без открытых счетов баланса движения капитала, эти дефициты просто не могут "финансировать желательный уровень инвестиций и роста".

Однако, несмотря на подтвержденные и широко распространенные выгоды, свободно перетекающий капитал может усиливать финансовые кризисы, что угрожает стабильности международной валютной системы. Как отметил Лоренс Саммер из Министерства финансов США, "глобальные финансовые рынки позволяют нам идти куда мы хотим более быстро и более безопасно, чем это было возможно прежде. Но сбои, когда они происходят, намного более трагические". Конечно, массивные потоки капитала сыграли

свою роль в финансовом кризисе в Азии. Все же, контроль за потоками капитала, связанными с иностранными заимствованиями — за исключением некоторых специфических случаев — не будет осуществимым решением и, фактически, это было бы шагом назад, по словам Саммер. Чарльз Даллар из Института международных финансов согласился, сославшись на "значительные риски" контроля за движением капиталом. Если тенденция к открытию баланса движения капитала необратима, и если выгоды, которые будут реализованы от свободного доступа к рынкам долгосрочного ссудного капитала бесспорны, как тогда могут быть минимизированы издержки и риски? Три темы возникли в ходе дискуссий: предварительные условия, регулярный и устойчивый прогресс в ходе достижения полной либерализации баланса движения капитала и предложение МВФ о законодательной базе для движения капитала.

Предварительные условия

Хотя никто не желал говорить, как долго страна должна сдерживать открытие баланса движения капитала, был достигнут консенсус, по словам первого заместителя Директора-распорядителя МВФ Стэнли Фишера, что "либерализация без необходимого набора предварительных условий может быть чрезвычайно опасной". Отсутствие таких предварительных условий может способствовать кризису или выявить слабость финансовой системы, которые можно преодолеть, если власти уделяют больше времени укреплению системы, прежде чем рынки капитала будут открыты.

Нерешенная проблема - как определить, когда экономика достаточно подготовлена с точки зрения предварительных условий, чтобы рискнуть открыть баланс движения капитала. Некоторые участники выразили опасение, что слишком много разговора о предварительных условиях может обескуражить страны; после чего они

навсегда бы прекратили ожидать предварительных условий. Некоторые участники предположили, что изменения не произойдут, пока они не будут вынужденными.

Большая часть источников финансового кризиса в Азии выявляют в качестве основной причины - недостаток внимания к структурным проблемам, по словам Джона Липски из Чейз Манхэттэн Бэнк. Общепринято обычно возлагать вину на свободно перемещающийся капитал — часто в форме краткосрочного долга — который смывает подпорки незащищенных стран со слабыми внутренними институтами. На самом деле, реальный виновник - нежелание правительства подвергать свои институты рыночной дисциплине, поднимая процентные ставки, чтобы остановить бегство капитала и отказываясь от практики не привязывать свои валютные курсы. Как результат, моментальное распространение кризиса по всем странам в регионе.

Не может быть перечеркнута важность здоровой и непротиворечивой экономической политики, утверждал Джон Хейманн из "Мерилл Ланч". Но чтобы предотвратить или уменьшить воздействие будущих финансовых кризисов, потребуются сильные меры со стороны внутреннего регулирования: благоразумные стандарты, требования раскрытия информации и прозрачности.

Важные условия для либерализации баланса движения капитала, по мнению участников, включили:

- здоровую макроэкономическую политику; в частности, кредитно-денежную, которая согласуется с выбором режима валютного курса;
- сильную внутреннюю финансовую систему, включая улучшенное наблюдение и регулирование, охватывающие такие показатели, как достаточность капитала, стандарты заимствования, оценку активов, эффективные механизмы возвращения ссуд, прозрачность, раскрытие информации, стандарты ответственности и меры предосторожности, гарантирующие, что неплатежеспособные учреждения будут рассмотрены незамедлительно.

сильный и автономный центральный банк; и своевременное, точное и всестороннее раскрытие данных, включая информацию о резервах центрального банка и форвардных операциях.

Организованное продвижение к либерализации

Перемещения капитала, конечно, сыграли главную роль в финансовом кризисе, пронёсшегося по большей части Юго-Восточной Азии, по словам Джэка Бурмана, директора Отдела разработки политики и обзора МВФ. Но, по существу, баланс движения капитала не был открытым, что и привело к проблемам. Фактически, страны в регионе с наиболее открытыми балансами капитала — Гонконг и Сингапур — наиболее успешно справились с кризисом. До некоторой степени, трудности в странах, испытавших самый сильный удар — Индонезия, Корея и Таиланд — явились результатом макроэкономической и институциональной среды и способа, которым была осуществлена либерализация капитала.

Наиболее очевидный урок из азиатского кризиса, сказал Бурман, то, что либерализация движения капитала должна происходить организованным способом. Янг Чал Пак из Корейского Университета и Института Финансов Кореи согласился с этим, ссылаясь на опыт Кореи. "Последовательное и постепенное приближение к либерализации" проводимое властями так, чтобы, не разрушить экономику, сказал он, потерпело неудачу; в течение 1994-97 гг. Корея все еще испытывала колебание в иностранных притоках — многие из которых краткосрочны и спекулятивны. Для экономик, находящихся на стадии становления рынка, неподходящее управление открытием финансовых рынков могло бы, сказал он, "легко привести к периодическим бумагам и банкротствам в течение переходного периода".

Баланс движения капитала должен быть открыт постепенно, утверждал Карлос Массад, Президент Центрального Банка Чили, чтобы защитить экономику от нерегулярных притоков — особенно краткосрочного ка-

питала — т.к. они легко обратимы и могут серьезно расстроить экономику. В случае с Чили, власти наложили контроль на притоки с очевидным успехом, вызывая устойчивое снижение краткосрочной задолженности. В то же самое время, как заметил Янг Чал Пак, постепенный, с учетом существующего момента, подход также может быть разрушительным. С постепенным подходом, принятым Кореей, например, было трудно определить последовательность для дерегулирования различных типов транзакций по счетам капитала и скорость, с которой должна двигаться либерализация. Рокэ Фернандес, министр экономики Аргентины, также отметил, что в случае с Аргентиной, скорее благоразумный контроль над банковской системой, чем контроль над притоками капитала, показали эффективность в управлении рисками краткосрочных притоков капитала.

Институциональная основа для либерализации движения капитала

Так как движения капитала - теперь факт жизни, основной интерес касается того, как лучше всего достигнуть организованного процесса либерализации. Этот процесс, сказал Д. Перетс, должен наблюдаться МВФ и необходимо внести поправки в Статьи, чтобы очертить законодательную основу для этого. Хотя МВФ поощрял страны (с помощью программ поддержки) освободить свои балансы счетов капитала, дозволенная юрисдикция позволила бы МВФ применять принципы либерализации ко всем государствам - членам через свои действия по надзору. МВФ - идеальное агентство, чтобы осуществить эту функцию, сказал он, потому что он мог бы иметь дело с каждой страной отдельно, адаптируя процесс либерализации к индивидуальным возможностям страны и дополнительным структурным преобразованиям.

Джеквис Полак, бывший директор Отдела исследований МВФ, подчеркнул роль МВФ в качестве защитника. Он утверждал, что поправка Статей, хотя и не необхо-

димо, будет полезно. Но, сказал он, предоставление МВФ формальной юрисдикции над потоками капитала было бы ни необходимым, ни полезным. В прошлом, сказал он, МВФ вторгся в области, специально не предусмотренные в его Уставе, такие как управление. Так как МВФ стремился включить либерализацию капитала под своё наблюдение, финансирование и оказание технической помощи — несмотря на отсутствие мандата и положения статьи VI, потворствующие контролю за капиталом — не нужно предоставлять юрисдикцию МВФ, чтобы либерализовать движения капитала. Внесение поправок в статьи, чтобы дать МВФ такую юрисдикцию, могло бы поставить МВФ выше области его компетенции и могло бы вызвать конфликт с другими учреждениями, типа ВТО, утверждал он. С другой стороны, Дэвид Перетс отметил, одна из причин для определения юрисдикции МВФ - уменьшить конфликт с другими организациями.

Касаясь различных аспектов юрисдикции МВФ над перемещениями капитала, Фрэнсис Гианвити, Генеральный консул юридического департамента МВФ, сказал, что МВФ не может получить такую юрисдикцию при его настоящем Уставе. Другие инструменты, предоставляемые Статьями (техническая помощь, наблюдение, и обусловленность) не могли бы достигнуть всесторонней, единообразной и перманентной либерализации потоков капитала. Только распространение юрисдикции МВФ на движения капитала через внесение поправок к статьям дало бы возможность МВФ достигнуть этой цели.

Мануэл Гутиан, директор Департамента МВФ по делам валюты и обмена, сказал что МВФ должен принять четкую юрисдикцию над движениями капитала, чтобы придать особое значение организованной либерализации баланса движения капитала. Без этого, сказал он, защита мала убедительна. Решение страны открыть баланс счетов капитала и её согласие не накладывать в дальнейшем ограничения были бы невероятны без су-

дебного разбирательства, прозрачности и наказания в соответствии с обязательствами как члена МВФ, чтобы продолжить переход к открытому балансу движения капитала.

МВФ должен участвовать в выработке универсально применимых принципов и кодекса поведения, чтобы руководить процессом либерализации, сказал Гутиан, гарантируя, таким образом, что процесс либерализации будет организованным. Этот кодекс поведения должен отразить текущие события; если он слишком далек от действительности, он потеряет доверие. Но фактическая скорость, с которой страны движутся к полной либерализации, будет зависеть от индивидуальных случаев.

Важно, сказал Гутиан, чтобы страна придерживалась общих принципов; индивидуальные обязательства могли бы затем быть определены всеми государствами - членами, поскольку они выступают за конвертируемость текущего баланса. Цитируя Директора-распорядителя Камдессю, Гутиан сказал, что либерализация баланса движения капитала должна быть "дерзкой в своей проицательности, осторожной в реализации".

Другие международные организации и ассоциации близко связанные как с регулированием, так и с либерализацией движения капитала, включают ОЭСР, ВТО, ЕС. Очевидно, сказал Стэнли Фишер, что, если в Статьи МВФ будут внесены поправки, чтобы включить юрисдикцию над перемещениями капитала, существующее тесное сотрудничество между МВФ и этими организациями должно будет в дальнейшем усилено.

Вопросы для будущего рассмотрения

В своем заключительном слове по поводу дискуссий, Фишер затронул несколько вопросов, которые требуют дальнейшего рассмотрения. Несмотря на значительный энтузиазм по поводу поправок к статьям МВФ, имеются также "серьезные сомнения" — была ли либерализация баланса движения капитала по существу хорошей иде-

ей, и является ли защита недостаточной, а юрисдикция слишком болезненной, сложной и ненужной.

Фишер отметил и прессинг нерешенных проблем: как международная система сможет гарантировать улучшение банковских стандартов контроля и качество банковских систем? Проблема, которая была поднята Дж. Хейманном, решающая для эффективного функционирования мировой экономики — независимо от того, внесены ли поправки в Статьи. Поиск решения не может быть полностью предоставлен частным рынкам, отметил Фишер, хотя они и играют важную роль.

Последствия краткосрочных потоков ставят другой ряд проблем. Кроме их потенциального разрушающего воздействия на экономику, большие краткосрочные потоки могут также нанести серьезный ущерб уязвимой банковской системе, когда финансовые учреждения не достаточно сильны, чтобы противостоять переменам в этих потоках. Не учрежден никакой комитет для анализа контроля капитала, сказал он, — что работает и что не работает—и должно быть изучено "полчище вопросов". Редакция статей МВФ по балансу движения капитала, сказал Фишер, обеспечила бы соответствующий контекст, в котором такой анализ мог бы проводиться.

Насколько важна либерализация движения капитала? Отвечая на этот вопрос, Фишер отметил, что, как только страны станут более продвинутыми, они сделают балансы движения капитала более открытыми. 95 % от потоков капитала уже осуществляется согласно свободному режиму, но на страны ОЭСР приходится непропорционально большой процент от этого количества. Так что, "разумная организация процесса либерализации движения капитала, помогающая избежать будущих кризисов и необходимая для роста и экономического развития" многих стран, заключил он, - есть проблема, относящаяся к членству в МВФ.