

НАУЧНАЯ МЫСЛЬ

Электронно-
Библиотечная
Система
znanium.com



И.Н. Юдина

**БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА
В РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ
ОПЫТ СТАНОВЛЕНИЯ, РАЗВИТИЯ И КРИЗИСОВ**

РИОР

НАУКА

336.5
Ю163

Карман
НАУЧНАЯ МЫСЛЬ

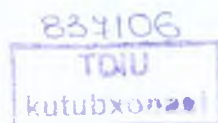
СЕРИЯ ОСНОВАНА В 2008 ГОДУ

С/К
И.Н. ЮДИНА

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА В РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ

Опыт становления, развития и кризисов

Монография



ОЖТИ

Электронно-
Библиотечная
Система
znanium.com

Москва
РИОР
ИНФРА-М

336.5

УДК 336.7

ББК 65.26

Ю16 З

- Ю16 Юдина И.Н. Банковская система в развивающихся экономиках: Опыт становления, развития и кризисов: Монография. — М.: РИОР: ИНФРА-М, 2013. — 351 с. — (Научная мысль).

ISBN 978-5-369-01094-5 (РИОР)

ISBN 978-5-16-006084-2 (ИНФРА-М)

В книге анализируются пути становления и развития финансовых систем в странах с формирующимися рынками, рассматриваются финансовые кризисы и меры денежной политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности и преодоления кризисной ситуации в развивающихся экономиках, в том числе и в России.

Монография предназначена не только для специалистов (экономистов, финансистов, международников, политологов, историков и др.) и бакалавров, магистрантов и аспирантов, но и для всех, кто интересуется эволюцией финансовых систем.

УДК 336.7

ББК 65.26



*Издание осуществлено при поддержке
Фонда «Научный потенциал»
(Human Capital Foundation)*

Издается в авторской редакции

ISBN 978-5-369-01094-5 (РИОР)

ISBN 978-5-16-006084-2 (ИНФРА-М)

© Юдина И.Н., 2013

© Бетмакаев А.М., оформление, 2013

Содержание

ВВЕДЕНИЕ	5
РАЗДЕЛ I. ПУТИ СТАНОВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ	13
О роли финансового сектора в экономическом развитии	14
Глава 1. Концептуальный подход к модели развития финансовых систем	16
Глава 2. Исторический опыт преобразования финансовых систем в странах с формирующимися рынками	42
Глава 3. Роль структуры собственности и конкуренции в эффективности функционирования банковского сектора	67
Глава 4. Опыт либерализации финансового сектора в странах с формирующимися рынками в условиях финансовой глобализации	87
Примечания к разделу I	101

РАЗДЕЛ II. ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ: ОПЫТ, ПРИЧИНЫ, ПОСЛЕДСТВИЯ.....	105
Об основных причинах кризисов.....	106
Глава 5. Банковские системы в странах с формирующимися рынками как проводники финансовой уязвимости....	117
Глава 6. Финансовая либерализация и банковский кризис	149
Глава 7. Пути и последствия интеграции развивающихся экономик в международную финансовую систему	179
Примечания к разделу II.....	210
РАЗДЕЛ III. ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В ЭКОНОМИКАХ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ	215
Об уроках финансовых кризисов	216
Глава 8. Финансовая и макроэкономическая нестабильность в странах с формирующимися рынками: истoki и пути её предотвращения	220
Глава 9. Институт центральных банков в странах с формирующимися рынками и их роль в достижении денежной и финансовой стабильности	252
Глава 10. Денежно-кредитная политика стран с формирующимися рынками: конфликт целей и методов	280
Примечания к разделу III.....	301
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	305
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	311



ВВЕДЕНИЕ

Цель настоящего исследования – показать становление банковских систем в странах с формирующимися рынками (СФР), в т.ч. в переходных (бывших социалистических) экономиках, которые в 1990-е гг. активно проводили рыночные реформы и формировали банковские системы рыночного типа. Мы проанализируем пути развития финансовых систем, которыми шли развивающиеся страны, активно интегрирующиеся на мировые рынки капитала. По классификации МВФ страны СФР сделали опору на открытие своих рынков, привлечение иностранного капитала и экспорт своих товаров в качестве драйвера экономического роста. Развитие банковских систем в этих экономиках происходило при активном патронаже государства с опорой либо на государственный капитал, либо на частный, в т.ч. путем привлечения иностранного капитала. Причем, реформирование финансового сектора шло с опорой на развитие банковской системы как ядра всей финансовой системы. Процесс развития банковского сектора сопровождался не только экстенсивным ростом количества банков, но и качественными изменениями: рост капитализации банковского сектора, расширение спектра банковских услуг, рост эффективности банковского бизнеса, повышение доступности банковского кредитования для бизнеса и населения. Но качественные изменения банковского сектора происходили не эволюционным путем, а через череду системных банковских кризисов, после которых в банковской системе происходили существенные структурные изменения.

В работе предлагается обсудить следующий ряд методологических и практических вопросов. В частности, взаимосвязь уровня развития банковской (финансовой системы) и уровня экономического развития. Считается, что

финансовое развитие лежало в основе промышленной революции в развитых странах, а сам уровень экономического развития влияет на зрелость финансовой системы. В тех странах, в которых сформирована хорошо капитализированная банковская система с опорой на частный капитал и развиты финансовые рынки, имеют больше возможностей поддерживать устойчивый экономический рост. Это достигается путем повышения эффективности банков и рынков капитала через выполнение ими своих основных функций: трансформации сбережений в кредиты (функция трансформации) и улучшение распределения ресурсов (функция аллокации). Хорошо функционирующая банковская система вкупе с ликвидным фондовым рынком улучшает доступ национальных компаний к внешним источникам финансирования через размещение ценных бумаг, в т.ч. среди зарубежных инвесторов. Диверсификация источников внешнего финансирования для частного бизнеса в целом способствует большей финансовой стабильности и поддержанию устойчивого роста.

В ряде исследований делается вывод, что финансирование с опорой на банки, а не на рынки, более эффективно, особенно в неразвитых рыночных экономиках (с недоразвитой финансовой системой) с недостаточно развитой рыночной инфраструктурой и финансовыми инструментами. Банки снижают транзакционные издержки кредитования, решают информационные проблемы, неизбежные на рынках (проблемы информационной асимметрии) и налаживают длительные деловые связи с бизнесом. Банковский бизнес меньше подвержен паническим настроениям, в отличие от финансовых рынков, учитывая существующие уже во многих странах с формирующимися рынками государственные системы страхования вкладов.

Банки должны эффективно решать проблемы с ликвидностью на микроуровне, при условии, что сами они остаются достаточно ликвидными не только в хорошие, но и плохие времена. Они берут на себя часть рисков,

предоставляя инвестиции в новые технологические проекты. Иногда эти риски являются оправданными с точки зрения и будущей доходности, и расширения успешного бизнеса.

Еще одна проблема касается собственно эффективности функционирования самой банковской системы. Здесь основной акцент в анализе будет сделан на такие факторы эффективности банковского бизнеса, как размер капитала (проблема капитализации банковского сектора). Считается, что чем крупнее банки, тем больше объем кредитов они могут предоставить частному бизнесу и населению. Это способствует повышению уровня финансового развития страны. Также, проблема эффективности связана со структурой самого сектора: какова должна быть роль государства как собственника в капитале банка, а также, какую роль играют иностранные банки и развитие конкуренции в повышении эффективности банковской системы.

Считается, что банки, находящиеся в государственной собственности, – менее эффективные в кредитовании и распределении капитала, что, в свою очередь, сдерживает процесс развития финансового посредничества (т.н. «интермедиации» от англ.: intermediation). Негативный эффект государственной собственности проявляется на развивающихся рынках более сильно, чем в развитых странах, поскольку у последних больше противовесов злоупотреблений государства как неэффективного менеджера. Госсобственность в банках позволяет официальным лицам использовать банки для реализации своих интересов и предоставляет кредит своим сторонникам. Очевидно, что государственные банкиры сталкиваются с политическими конфликтами и результат – плохое функционирование. В работе должное внимание будет уделено процессам приватизации в банковской сфере и их последствиям с точки зрения эффективности и конкуренции.

Эффективность банковской системы также определяется уровнем концентрации, которая измеряется долей

активов (депозитов), приходящиеся на первые три крупнейших банка страны. Считается, что более концентрированные банковские системы обычно менее подвержены системным банковским кризисам. Концентрированная система может быть конкурентной, если она обеспечивает потенциал для входа и выхода и рыночной дисциплины.

В первом разделе также будет представлена классификация стран СФР согласно индексу финансового развития (данные Мирового Банка), с выделением компоненты уровня развития банковского сектора и степени финансовой стабильности, т.е. подверженности этих экономик различного рода финансовым кризисам.

Второй раздел посвящен проблеме системных банковских кризисов, происходящих особенно часто в странах с неразвитой финансовой системой. Этим кризисам посвящено большое число зарубежных и отечественных исследований, особенно после пика этих кризисов в странах СФР, начиная с середины 1990-х гг. В нашем исследовании предполагается провести краткий обзор эмпирических исследований этих кризисов с выделением факторов макроэкономических, банковских и политических, влияющих на стабильность функционирования банков. Приводится также (до 2008 г.) наиболее полная база данных по банковским, в т.ч. «сложным» финансовым кризисам, которые носят название «двойных» или «тройных», т.е. происходят одновременно валютные, кредитные и долговые кризисы.

Примечательно, что эта волна кризисов совпала по времени с интенсификацией процесса финансовой глобализации с середины 1990-х гг. и эти кризисы были обусловлены как особенностями сформировавшейся финансовой системы в странах СФР на тот момент, так и политикой поспешной финансовой либерализации вкупе со слабым банковским пруденциальным надзором и полным отсутствием политики управления финансовыми рисками, как в корпоративном секторе, так и на макроуровне (состояние бюджета внешней

задолженности, валютных резервов и пр.). Финансовая, в т.ч., банковская, система стран с формирующимися рынками остаются очень уязвимыми к внешним шокам и первыми принимают на себя удар, идущий извне. Но и сами они остаются весьма хрупкими, вследствие принятия неоправданных финансовых рисков при благоприятных внешних условиях.

Будут исследованы такие явления, как кредитные бумы, финансовые пузыри, высокий уровень леведея на уровне всей экономики, притоки спекулятивного капитала и их резкие реверсии (англ. «sudden stop»). Исследуется также неоднозначное влияние финансовой либерализации на развитие банковской системы. Недокапитализированная банковская система не может развиваться без иностранного капитала (в основном, заемных средств), к которому национальные банки получают практически неограниченный доступ. Но именно этот же фактор играет роль «трянского коня», запуская вирус финансовой инфекции при ухудшении внешнеэкономических условий. Большинство финансовых кризисов последнего времени носят инфекционный характер.

И, наконец, третий раздел представляет большой практический и даже политический интерес, поскольку в ней будут представлены обзоры опыта ряда стран, в которых правительства в разное время, на разных исторических этапах в ходе проведения рыночных реформ допустили ряд ошибок в проведении политики денежной стабилизации и финансовой либерализации, закончившиеся финансовыми кризисами. Оказывается, что не только жесткая, но и излишне мягкая кредитно-денежная политика ответственна за происхождение финансовых кризисов. Наша задача показать, как политика денежной стабилизации путем фиксации валютного курса пагубно влияет на всю финансовую систему, и, особенно, банковскую. Во-вторых, в период поспешной финансовой либерализации и неконтролируемого притока капитала в экономике возникают различные диспропор-

ции, прежде всего между раздутым финансовым (банковским сектором) с учетом его институциональной слабости и реальным сектором, который также сворачивает реальные инвестиции и переводит часть финансовых потоков на фондовые рынки. В экономике возникают серьезные диспропорции, ведущие к росту системных рисков, которые реализуются в виде масштабных финансовых кризисов.

Как правило, внутренние факторы уязвимости лежат на стороне политики денежных властей. Если правительство и центральный банк неуспешны в поддержании финансовой дисциплины или сдерживании инфляции, а в качестве основного инструмента для поддержания экономического роста используется манипуляция валютным курсом, то это рикошетом бьет по её финансовой системе и впоследствии может привести к финансовому кризису. Приведем пример таких стран, как азиатские экономики, латиноамериканские, некоторые страны СНГ. Каждая из них имеет ряд общих черт – то, что они достаточно открыты во внешней торговле и к потокам капитала, но каждая из них различается по степени развития их внутренних финансовых систем и особенностям проведения их финансовой, в т.ч., кредитно-денежной политики. Те страны, которые могут проводить автономную денежно-кредитную политику, эффективно управляют своим внешним долгом, потоками капитала, имеют более развитую институциональную структуру финансовых рынков, более резистентны (*resistance*), т.е. устойчивы к внешним ударам.

Поскольку стабильность банковской системы обеспечивает быстрое послекризисное восстановление экономики, поэтому именно мощная финансовая поддержка банковского сектора стоит во главу угла антикризисной программы правительств во всех экономиках, испытавших на себе удар финансовых кризисов. В третьей главе будут рассмотрены особенности восстановления или реорганизации банковского сектора на опыте различных стран СФР. Стратегия реструктуризации предусматривает

способы укрепления жизнеспособных банков, улучшение операционной среды для всех банков и решение проблемы «плохих» долгов. Этот процесс может продолжаться ни один год, часто требует введение новых законов и институтов или пересмотра старых; разработку стратегии ликвидации, слияния, продажи или рекапитализации банков. В решении проблемы плохих активов рассматривается роль государства и акционеров банка, попавшего в трудное финансовое положение.

Будут также рассмотрены вызовы в кредитно-денежной политике, стоящие перед развивающимися странами, роль центрального банка, его статуса в деле проведения эффективной монетарной политики и достижения финансовой стабильности. Страны с формирующимися рынками активно интегрируются в мировую финансовую систему, при этом, их валюты остаются частично конвертируемые, а инфляция на порядок превышает уровень, существующий в развитых экономиках. Это делает их особо уязвимыми к различным внешним шокам. В работе рассматриваются, какой должна быть монетарная политика в этих странах, чтобы она обеспечила долгосрочную финансовую стабильность.



РАЗДЕЛ I

**ПУТИ СТАНОВЛЕНИЯ
И РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ
СИСТЕМ В СТРАНАХ
С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ
РЫНКАМИ**

О роли финансового сектора в экономическом развитии

Уровень экономического развития страны зависит от зрелости её финансовой системы. Под последней понимается, прежде всего, совокупность различных финансовых институтов – банковских и небанковских кредитных организаций, выступающих в роли финансовых посредников, трансформирующих привлекаемые сбережения в обществе в инвестиции. Другим элементом финансовой системы является наличие развитых финансовых рынков: межбанковского и розничного рынка кредитов, фондового рынка, валютного рынка, рынка деривативов. Роль этих рынков важна с точки зрения эффективного перераспределения финансовых потоков в экономике (аллокационная функция); оценке и распределении финансовых рисков, а также важна информационная функция, поскольку конъюнктура этого рынка, процесс ценообразования дает оценку общему состоянию экономики и конкретного предприятия, а также уровня системных рисков, могущих дестабилизировать ситуацию в экономике.

Немаловажна и роль государства в развитии финансовой системы. Роль государства может быть ограничена в качестве регулятора, а в некоторых, особенно развивающихся экономиках, эта роль распространяется на его активное присутствие либо в качестве эмитента, либо поставщика финансовых ресурсов для развития целых отраслей экономики. Институциональное развитие финансовой системы (наличие развитой правовой основы, гарантии прав собственности, кредиторов, защита прав частных инвесторов, раскрытие информации, отсутствие монополии и здоровая конкуренция среди разных финансовых институтов) создает условия для благоприятного инвестиционного климата в стране, а значит, притока инвестиций. Финансо-

вая нестабильность экономик стран с формирующимися рынками (СФР), прежде всего, обусловлена состоянием их общественных (государственных) финансов, банковской системы, фондовых рынков, платежного баланса. В разбалансированности общественных и корпоративных финансов, росте долговой нагрузки нам видится основная причина финансовых кризисов.

Цель нашего исследования – охарактеризовать особенности финансовой системы стран с формирующимися рынками в процессе её эволюции, показать её слабые стороны, которые могут порождать финансовые кризисы и роль государства в поддержании финансовой стабильности экономики СФР.

Необходимо также показать, как слабость банковского сектора в условиях открытой экономики и недоразвитых других финансовых институтов делает экономики СФР очень уязвимыми к внешним шокам. Основной путь для сохранения финансовой и макроэкономической стабильности – это укрепление внутренних финансовых институтов и институциональные преобразования, которые бы повысили инвестиционную привлекательность страны, а также поддержание здоровой финансовой дисциплины всеми участниками рынка.

Эффективное развитие экономической системы любого государства зависит от множества элементов, которые должны гармонично взаимодействовать в его структуре. При этом бесспорным остается тот факт, что одной из важнейших составляющих совершенствования экономики является банковская система. В последнее время наметились основные тенденции реорганизации данного сектора экономики, а динамика развития финансовых рынков в мировом масштабе вызвала острую необходимость изменений в сфере кредитования, а также самих кредитных учреждений. Это значит, что в будущем понадобится реорганизация банковского сектора, от которого во многом зависит состояние экономики страны.

Глава 1. Концептуальный подход к модели развития финансовых систем

В специальной экономической литературе для обозначения двух основных моделей финансовых систем, сложившихся в различных группах стран, используются различные термины: «финансовая система, основанная на банках» (bank based financial system) и «финансовая система, основанная на рынке ценных бумаг» (market based financial system). И у обеих моделей есть свои сторонники. Проведенные в последние десять лет исследования с использованием методов корреляционного анализа с охватом большого числа стран (до 150 стран) и показателей развития финансовой системы и экономической динамики (до 10 показателей) в целом не выявили явных преимуществ какой-либо одной модели. В конкретных исторических условиях предпочтительной оказывается либо та, либо другая. При этом наиболее важным является общий уровень развития финансового сектора. Концепция общего уровня финансовых услуг (financial services view) гласит, что структура финансовой системы («банковская» или «рыночная») имеет второстепенное значение.

Банки – необходимый элемент финансового посредничества из-за своих основных финансовых функций, но вопрос о том, как далеко должен простираться банковский бизнес, является дискуссионным. Финансовые системы некоторых стран полагаются на банковский капитал значительно более других. Природа банковского бизнеса повсеместно быстро меняется. Основа традиционного банковского бизнеса – прием вкладов и прямое коммерческое кредитование – остается важным элементом, но в каких объемах в нем нуждается успешная экономика? Во многих странах традиционный банковский бизнес сегодня представляет незначительную долю операций современных банков.

Экономисты-теоретики уже давно спорят о сравнительных достоинствах финансовых систем, базирующихся на банках, и финансовых систем, базирующихся на рыночных принципах. Долгое время неоспоримым фактом

считалось, что финансовые системы, в которых доминируют банки (например, в Германии и Японии), более эффективно мобилизуют и пускают капитал в оборот, нежели системы, подобные американской и британской, где ведущая роль отводится финансовому рынку. Это правило, как полагали, безукоризненно выполняется в отношении экономик, находящихся на ранней стадии развития, где преимущества банков в сборе информации жизненно важны. Сторонники рыночных финансовых систем в свою очередь подчеркивали преимущества рынка, такие как улучшение корпоративного управления.

К концу 1990-х гг. предполагаемые преимущества банковских финансовых систем заметно померкли. Германия и особенно Япония демонстрировали незначительный экономический рост – в отличие от Америки, которая в это десятилетие достигла впечатляющих успехов. Современная точка зрения экономистов, подкреплённая новыми исследованиями, состоит в том, что один вид финансовых систем не обязательно превосходит другой, но может эффективно работать до тех пор, пока выполняются определенные условия.

Критической в данном случае является эффективность национальной правовой системы. Если она работает хорошо, то финансовая система может предоставить необходимый набор услуг вне зависимости от того, базируется ли она главным образом на банках, или открытом рынке. Более того, есть доказательства тому, что финансовое развитие (оцениваемое по объему финансовых услуг опять-таки вне зависимости от того, что составляет ее базис), безусловно, стимулирует экономический рост.

Таким образом, современные выводы относительно финансовых структур, пусть они и отошли от первоначальной идеи превосходства банковских финансовых систем, не дают оснований склониться к противоположной крайности. Более важным является правовой фундамент, тогда банки начнут размещать капитал и стимулировать рост ничуть не хуже или даже лучше открытого рынка. Разделение стран

по типу финансовой системы не позволяет объяснить отличия ни в долгосрочных темпах роста, ни в уровне развития промышленности, ни в темпах создания новых компаний или их роста. При этом была обнаружена устойчивая связь между правами внешних инвесторов и эффективностью их защиты и всеми перечисленными экономическими показателями. Правовая система, таким образом, действительно влияет на финансовую систему, а та, в свою очередь, на экономику. По мере того, как страны богатеют, рынки акций становятся более активными и эффективными по сравнению с рынками банковских кредитов. Финансовые системы имеют тенденцию (хотя и не без исключений) становиться более «рыночными» (то есть больше ориентироваться на рынок ценных бумаг) по мере роста благосостояния в той или иной стране.

1.1. Основные принципы рыночной финансовой системы

Для успешного проведения структурной экономической и финансовой реформы ее элементы должны учитывать традиции, обычаи, культуру и историю стран, проводящих реформу. Тем не менее, определенные основные принципы являются общими почти для всех рыночных финансовых систем и важны практически всегда. Прежде, чем мы обратимся к более конкретным элементам развития рыночной финансовой системы, необходимо усвоить те ценности и понятия, которые лежат в основе функционирования финансовой системы и рыночной экономики. Именно из этих принципов вытекают конкретные элементы структуры финансового рынка и институтов, которые рассматриваются в этой работе. Эти принципы можно разбить на три категории: 1) основные функции финансовой системы; 2) цели государственной политики, существенные для обеспечения возможности эффективного и надежного выполнения этих функций; 3) приоритеты политики, позволяющие создать основу рыночной финансовой системы.

1) Основные функции финансовой системы.

Аккумуляция. В рыночной экономике банковская и финансовая система играют решающую роль в концентрации сбережений общества и распределении данных сбережений на объективно наиболее эффективное и прибыльное использование и инвестиции. Этот процесс создает основу экономического развития и повышения уровня жизни.

Очевидно, долгосрочные экономические цели общества наилучшим образом достигаются тогда, когда население и хозяйствующие субъекты других секторов экономики свободно принимают решение о сбережении части их текущего дохода. Но решения о сбережении не достаточно для того, чтобы обеспечить экономический рост и благосостояние, если не существует структуры, посредством которой данные сбережения могут быть переведены в продуктивные инвестиции. Поэтому население должно принять решение не только о сбережении средств, но и о доверии этих сбережений структуре, которая может надежно разместить их. В любом случае, население будет идти на риск, сберегая свои средства, и рассчитывать на соответствующее вознаграждение. К тому же население в любом обществе будет стремиться определенную часть своих сбережений держать в форме высоколиквидных активов, включая активы, которые можно использовать при совершении повседневных и периодических операций.

Размещение. Способность банковской системы мобилизовать сбережения путем привлечения депозитов – это только фрагмент картины. Не менее важна способность вернуть депозиты и удачно использовать их. Если банк беззаботно выдает кредиты, это повлечет за собой потери, и банк не сможет выполнить свои обязательства перед вкладчиками. Если способность банка выполнить свои обязательства стоит под вопросом, то банк будет подвержен риску оттока депозитов или увеличения требований возврата. Именно этот ключевой риск заставляет банки выдавать кредиты мудро, осознанно и беспристрастно.

Надежность решений о кредитовании важна и в дальнейшем. Даже при высокоразвитых рынках капитала решения банковской системы о кредитовании остаются наиболее важным элементом, определяющим размещение сбережений общества. Эти решения о кредитовании определяют, кто получает кредиты, а кто-нет. Если эта система работает правильно, те, кто получает кредиты, будут наиболее эффективными, конкурентоспособными и прибыльными. В результате они будут обладать наибольшей способностью производить поток товаров и услуг, которые обеспечат рост экономики и подъем уровня жизни. Необходимость объективности и беспристрастности в принятии решений о кредитовании является обязательной чертой любой эффективной рыночной банковской системы. Частью из-за очевидных проблем политического давления, но также и по другим причинам, правительство не достаточно хорошо приспособлено для принятия таких решений. Принятие решений о том, кто получит кредиты, а кто-нет, следует оставить за частной инициативой, когда тот, кто принимает решение, делает собственную ставку – свое экономическое существование – на решение о кредитовании, которое он принимает.

Предоставление гарантированных (обеспеченных) средств платежа. Если необходимо, чтобы банковская система в рыночной экономике выполняла свою главную задачу мобилизации и перераспределения сбережений общества, эта система должна также предоставлять инструменты, с помощью которых можно будет быстро, эффективно и надежно осуществить платежи за товары и услуги. Для того, чтобы это было возможно, должен существовать класс финансовых институтов и финансовых инструментов, которые общественность считает надежной и удобной возможностью сбыта для своих сбережений, при которой хотя бы часть этих сбережений является высоколиквидной и может использоваться для платежей, которые осуществляются быстро и надежно. Рыночная экономика просто

не может функционировать, если покупатели и продавцы товаров и услуг не уверены в том, что используемые ими при расчетах инструменты не будут обеспечены и приняты всеми сторонами по любой сделке и всем последующим сделкам в течение длительного времени.

Любой институт, предоставляющий обществу возможность пользоваться инструментами, обладающими такими свойствами, должен быть институтом, который инвестирует сбережения общества не только осторожно, но и таким образом, который способствует экономической эффективности и росту. Единственный основной вид институтов, которые возникли для того, чтобы играть эту решающую роль – это коммерческие банки, которые действуют практически во всех странах как хранилище большой доли ликвидных сбережений общества и структура, через которую осуществляются платежи.

2) Цели государственной политики в отношении государственной системы.

Формирования веры общества в честность финансовых институтов. Желание населения доверить свои сбережения – особенно высоколиквидные – какому-либо институту предполагает, что эти субъекты верят в порядочность данного института. Если эта вера невелика, то будет подвергнута риску способность общества мобилизовать свои сбережения, а также будет подорвана его способность пожинать плоды экономической специализации в производстве и распределении товаров и услуг.

Аналогично, если это доверие утрачено, то население будет изымать свои сбережения, возникнет утечка средств в наличность, в твердую валюту, при чем, все вытекающие из этого последствия (инфляция и дестабилизация) отразятся на банках. Таким образом, потеря доверия к отдельным институтам может распространиться на всю систему в целом, создавая так называемый «феномен системного риска», который может нанести – как уже бывало – огромный ущерб экономике.

Создание органа, осуществляющего эффективное регулирование и надзор в целях обеспечения безопасности, надежности и доверия. Хотя функции, выполняемые банковскими и финансовыми институтами, необходимы для достижения экономического успеха, эти же функции по самой своей природе несут в себе потенциальные риски, которые могут свести на нет возможность успеха в будущем. Именно на это указывал еще два века назад Адам Смит в своей работе «Богатство нации». Эта реальность заставила правительства в конце концов признать, что банковские и финансовые институты должны подлежать по крайней мере какому-то регулированию или государственному надзору.

Ответственность за надзор во многих странах была возложена на центральные банки, большая часть которых была создана для предотвращения или хотя бы сдерживания экономических шоков и спадов. Таким образом, в большинстве рыночных экономик сегодня явно или неявно признано, что одной из важнейших функций центрального банка является сохранение и увеличение стабильности банковской и финансовой системы.

Создание «сети безопасности» в отношении системного риска. В целях повышения доверия общества к банковской и финансовой системам посредством надзора и регулирования были созданы своего рода «сети безопасности». На практике конкретные формы этой сети в разных странах могут иметь существенные различия (как в терминах де-юре так и де-факто). В общих чертах, однако, сеть безопасности обычно разрабатывается для того, чтобы обеспечить осуществление следующих функций: во-первых, регулирование деятельности банковских институтов, включая их инспекцию и проверку; во-вторых, некоторые формы предотвращения потерь хотя бы для небольшой части вкладчиков и инвесторов; в-третьих, некоторые формы обеспечения ликвидности в чрезвычайных обстоятельствах; и, наконец, некоторые формы государственного регулирования или участия в деятельности системы осуществления платежей.

Обеспечение безопасности, честности и надежности систем платежей, клиринга и расчетов. Разработка и функционирование обширной инфраструктуры инструментов, используемых для расчетов и сбережений в банковской и финансовой системах, не менее важна, чем создание самих этих инструментов. При создании и поддержании доверия необходимы эффективные, надежные и оперативные системы накопления и платежей для обслуживания счетов, отражающих операции по сделкам и, в особенности, для перемещения капиталов между банками.

Сегодня важность доверия механизму платежей обуславливается взаимосвязью институтов и инструментов во всем рыночном хозяйстве. Масштабы и комплексность этих связей включает как договорные обязательства, так и кредит, ликвидность и риски расчетов между различными сторонами различных сделок. В результате этих связей локальные проблемы финансовой системы могут распространиться на всю систему платежей, клиринга и расчетов. Так как система платежей очень важна для стабильности и интеграции финансовой и экономической системы, большинство центральных банков непосредственно участвует в совершении этих операций и контроле над ними.

3) Приоритеты политики.

Развитие надежной системы учета. Важной основой создания условий объективного и непредвзятого размещения кредитов является развитие надежной системы учета, приемлемой во всех странах.

Система учета служит целому ряду целей, но ни одна из них не важна так, как роль этой системы в помощи кредиторам принимать точные решения в отношении того, какое предприятие может удовлетворять тем рыночным критериям эффективности, конкурентоспособности и прибыльности, которые необходимы для того, чтобы предприятие выполнило свои обязательства. Надежная система учета также позволяет инвесторам определять цену предприятий и таким образом помогает привлечь как иностранные, так и внутренние инвестиции.

Выявление проблем банковской и финансовой системы, идущих из прошлого, и их решение. Балансы многих банков в странах, переходящих от централизованно планируемой экономике к рыночной, обременены тяжелым положением с кредитами, принадлежащими слабым или неплатежеспособным предприятиям частной или государственной форм собственности. Так как у многих из этих банков нет соответствующих резервов под эти кредиты, они не могут отразить в своем балансе связанные с этим убытки, не уничтожив большую часть или все собственные средства.

Правительственные и центральные банки в странах, проводящих реформы, должны будут решать эту проблему в рамках реформы. Решение этой проблемы сыграет ключевую роль в предоставлении банковской и финансовой системе возможности успешно привлекать сбережения общества и размещать их наиболее эффективным образом.

Ускорение создания надежных рынков капитала. По мере создания зрелой рыночной системы и основных элементов надежной банковской системы необходимо развивать рынок капиталов, в первую очередь – эффективный первичный и вторичный рынок государственных ценных бумаг. Хотя межбанковский рынок, рынок ценных бумаг и валютный рынок являются существенными чертами рыночной экономики, развитие рынка государственных ценных бумаг, включая стимулирующий вторичный рынок этих ценных бумаг – это особенно важная задача. Нормально функционирующий рынок государственных ценных бумаг по крайней мере избавит центральный банк от необходимости непосредственно финансировать дефицит государственного бюджета. Более того, он создаст основу, на которой смогут развиваться другие элементы рынка капиталов.

Рынки акций могут способствовать эффективному распределению капитала путем улучшения раскрытия информации, увеличения ликвидности, позволяя сберегателям лучше диверсифицировать свои портфели, а акционерам осуществлять лучший контроль над управляющими.

Из этого следует, что в развивающихся странах с «тонким» и неликвидным финансовым рынком нет возможности эффективно распределять существующий капитал. Дальнейшее развитие финансовых систем в развивающихся странах с точки зрения обеспечения полного диапазона (ассортимента) финансовых услуг, дополненное учреждением нормальных юридических и регулирующих структур, поддерживает рост. Исследования на уровне фирм, отраслей и по странам показали, что развитие финансового сектора положительно коррелирует с более сильным ростом¹.

1.2. Становление финансовых систем в процессе перехода к рынку

В процессе развития экономики, потребности пользователей и поставщиков финансовых услуг изменяются. Неформальные финансы становятся менее значимыми и самофинансируемые капитальные вложения сперва уступают дорогу банковскому финансированию, а позднее появляется рынок капитала как дополнительный инструмент для внешнего финансирования. И хотя банки доминируют в большинстве финансовых систем, относительная значимость фондового рынка растет вместе с уровнем развития (рис. 1.1).

В процессе экономического развития финансовая структура также меняется, поскольку у банков и рынков различные требования к раскрытию информации и исполнению контрактов. Например, информация, которую собирает банк, является частной, полученной от своих клиентов. И она вовсе не обязательно зависит от других дополняющих институтов, таких как стандарты отчетности. Когда банк инвестирует в фирму, он подвергается угрозе невозврата кредита в будущем. Напротив, фондовые рынки, чтобы развиваться, требуют защиты прав миноритарных акционеров (тех, кто обладает малым количеством голосов), достаточной публичной информации и системы отчетности и низкого уровня коррупции.

Усилия по быстрому изменению финансовых структур не очень успешны. Например, быстрые попытки создать

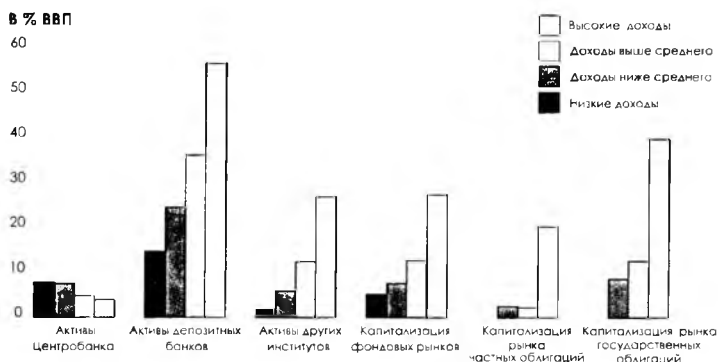


Рисунок 1.1. Развитие финансовых систем в странах с разными доходами

Ист.: World Bank. World Development Report 2001. Wash., 2001. P.77.

фондовые рынки в некоторых переходных экономиках и африканских странах не были успешны из-за неразвитости основных законов, информации и механизмов исполнения. Политики с целью содействия финансовому развитию, будут более успешны, если усилия будут направлены на развитие законов и правил, чтобы поддерживать естественную эволюцию финансовой структуры.

Развитие финансовых систем в решающей степени зависит от защиты частной собственности. Исследования показывают, что защита миноритарных акционеров и кредиторов является существенным детерминантом во всех странах. Например, исследование Мирового Банка утверждает, что традиции законов имеют важное воздействие на финансовое развитие. Развитие финансовых институтов требует от политиков сфокусироваться на основных (фундаментальных) моментах: правах собственности и исполнении этих прав. Это верно независимо от уровня дохода и независимо от политической и макроэкономической ситуации в стране².

Политические различия, связанные с относительной мощностью государственных и частных собственников, повли-

яли на формирование традиций законов. Децентрализованные политические системы могут пресекать намерения центрального правительства контролировать рынки и ограничивать конкуренцию. Иногда серьёзные экономические кризисы могут подорвать власть существующего правительства и содействовать реформам (на примере опыта Чили в конце 1970-х гг.).

Могут действовать и другие факторы, влияющие на развитие финансовых систем. Например, более открытые торговле и потокам капитала страны могут столкнуться с более конкурентной средой, а это, в свою очередь, может способствовать улучшению институтов.

1.3. Подходы к оценке уровня финансового развития страны

В последнее время на первый план в оценке развития национальных финансовых систем выдвигается «функциональный» подход, согласно которому важно не то, основывается ли посредничество на банках или рынках, а то, насколько хорошо существующая система обеспечивает выполнение своих фундаментальных функций:

- обслуживание трансакций в экономике;
- мобилизация сбережений;
- распределение инвестиционных ресурсов;
- обеспечение страхования, разделения и диверсификации рисков;
- укрепление корпоративного контроля.

Подчеркивание значимости финансовых услуг не означает принижения роли финансовых институтов. На самом деле, в рамках данного подхода большое внимание уделяется взаимосвязи между институтами, рынками и инструментами в процессе посреднической деятельности. Повышение качества посреднических услуг в принципе может оказывать влияние на экономику за счет повышения нормы сбережений, активизации накопления основного капитала, и его более эффективного распределения (в частности, активизации инновационной деятельности).

Исследование Мирового Банка по 87 странам по связи финансовой глубины (частный кредит как доля от ВВП) и рыночной капитализации акций с уровнем душевого дохода показало прямую и устойчивую связь³. При этом было установлено, что развитые финансовые рынки особенно важны для тех экономик или тех секторов, которые особенно сильно нуждаются во внешнем финансировании, не имея достаточных собственных источников накопления.

Серия упомянутых исследований Мирового банка позволила эмпирически проверить гипотезы о возможных каналах влияния финансовой системы на экономику. Традиционный анализ ведется по индикаторам, которые используются для оценки степени развития финансовых систем в разных странах и их структурных особенностей. Эти показатели используются в данной работе и позволяют проводить сравнительный анализ количественных и качественных показателей развития уровней финансового развития различных стран выделить их сильные и слабые стороны. Остановимся на характеристике некоторых индикаторов.

Финансовое развитие. Определяется как сумма внутреннего кредита (в который не включается межбанковский кредит) и капитализации фондового рынка в процентах от ВВП. Эта мера, таким образом, объединяет показатели развития банковской системы и рынка капитала.

Показатели ликвидности. Наибольшее распространение в этой категории получил показатель «финансовая глубина», который характеризует размеры финансово-посреднического сектора и определяется как его суммарные ликвидные пассивы (включая наличные и обязательства банковской системы и небанковских институтов) в процентах от ВВП.

Кредитование частного сектора. Представляет собой кредит частному сектору в процентах от ВВП. Потенциальная важность данного показателя определяется тем, что он показывает в какой степени система обеспечивает трансформацию сбережений в частные инвестиции. За этим, как правило,

должна стоять деятельность финансового сектора по отбору эффективных фирм и инвестиционных проектов, страхованию и разделению рисков и обеспечению транзакций.

Частное кредитование реального сектора (корпоративный бизнес и домашние хозяйства). Данный показатель аналогичен предыдущему, с той разницей, что из него исключается кредит центрального банка. Таким образом, он в большей степени отражает деятельность именно посреднического сектора.

Доля частного сектора в кредитовании. Представляет собой долю кредитов, направляемых в частный сектор в общей величине внутреннего кредита. Показатель важен, поскольку, как показывает анализ, эффект кредитования частного и государственного сектора кардинально различается.

Роль коммерческих банков. Представляет собой соотношение между внутренним кредитом, предоставленным коммерческими банками и суммой внутреннего кредита коммерческих банков и центрального банка. Можно ожидать, что коммерческие банки более эффективно отбирают инвестиционные проекты и диверсифицируют риски, поэтому более высокий уровень данного соотношения говорит о более развитой финансовой системе. В наиболее богатых странах данное соотношение превышает 90%, тогда как в беднейших оно близко к половине.

На рис. 1.2 показано, как процесс финансового углубления постепенно приводит к сглаживанию различий в темпах роста финансового сектора и остальной экономики. Так, те страны, где уровень кредитования остается еще низким (относительно их ВВП), темпы роста ВВП во многом отстают от темпов роста кредитования частного сектора. Вероятно, что кредит еще не играет той роли в поддержании экономического роста, как в тех странах, которые достигли значительной финансовой глубины (такие, как Республика Корея, Малайзия, Япония). Речь идет, прежде всего о тех странах, где ведущую роль в финансовом посредничестве играют коммерческие банки.

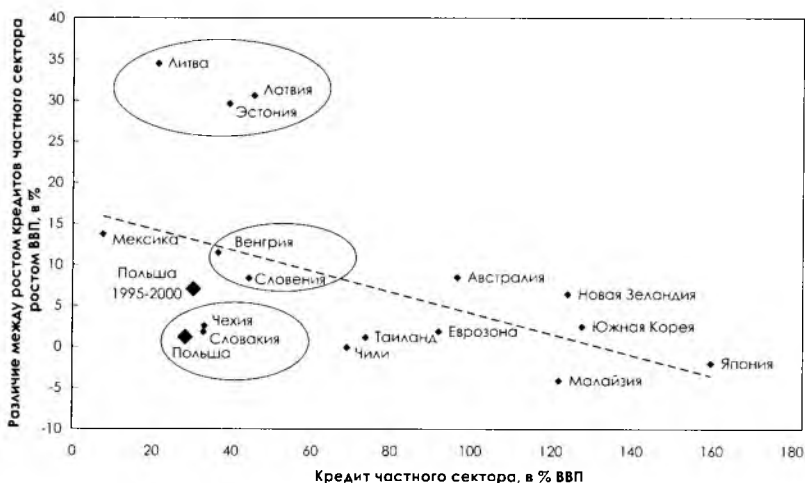


Рисунок 1.2. Процесс финансового углубления в отдельных странах и его влияние на экономический рост

Расчитано по средним данным о темпах роста за 2000–2005 гг

Ист.: Статистика национальных банков и МВФ⁴.

Далее познакомимся с оценками уровня финансового развития некоторых СФР из различных регионов (по общему индексу и его составным компонентам), представленному Мировым Банком в «Отчете о финансовом развитии» и интерпретируем их значения (табл. 1.1).

Институты включают: законы и органы регулирования, которые содействуют развитию финансовых посредников, рынков и услуг. Они включают также исполнение контрактов и корпоративное управление. Институты способствуют снижению информационных и транзакционных издержек. Реформы, направленные на защиту прав инвесторов, содействуют экономическому росту.

Еще один аспект, относящийся к институциональному развитию – это открытый счет капитала и либерализация внутреннего финансового сектора. Последнее предполагает большую финансовую глубину, т. е. большую вовлеченность в финансовое посредничество сберегателей

Таблица 1.1
Сравнительный анализ уровней
финансового развития некоторых СФР (2008 г.)

Страна	1	2	3	4	5	6	7	8
Китай	4,09	3,33	4,07	5,17	4,97	3,30	2,66	5,14
ЮАР	4,0	4,58	4,03	4,72	4,09	2,42	2,83	5,30
Таиланд	3,82	4,46	4,24	4,54	4,45	1,89	2,25	4,95
Чили	3,79	5,38	4,89	4,47	3,72	1,68	2,10	4,27
Индия	3,63	3,42	3,61	4,67	2,61	3,24	2,99	4,90
Чехия	3,43	4,14	4,77	4,29	2,92	1,47	2,45	3,96
Россия	3,40	3,10	4,08	4,41	2,87	3,71	2,08	3,56
Индонезия	3,31	4,46	3,46	3,65	4,60	1,58	1,70	3,72
Турция	3,30	3,36	4,38	2,76	3,32	2,19	3,07	4,04
Бразилия	3,28	3,69	4,00	3,60	2,47	2,82	2,28	4,10
Польша	3,27	3,54	4,56	4,09	3,21	1,72	2,11	3,66
Мексика	3,21	4,31	3,81	4,69	2,65	1,88	1,77	3,37
Казахстан	3,13	3,14	3,51	3,58	3,07	3,56	1,83	3,24
Аргентина	3,04	3,35	3,92	2,92	2,85	2,48	2,18	3,54
Украина	2,73	2,75	3,88	2,88	3,13	1,99	1,27	3,23
Венесуэла	2,71	2,39	3,22	3,88	2,81	1,62	1,87	3,16

Индекс рассчитан на основе показателей, сформированных по 7 группам (ранжирование от 1 до 7):

1. Институты. 2. Условия для бизнеса. 3. Финансовая стабильность. 4. Банковские финансовые услуги. 5. Небанковские финансовые услуги. 6. Финансовые рынки. 7. Доступность финансовых услуг. 8. Индекс финансового развития.

Ист.: World Economic Forum. The Financial Development Report 2008. Davos, 2008.

и инвесторов. Это увеличивает монетизацию экономики и эффективность распределения финансовых потоков.

Условия для ведения бизнеса включают качество человеческого капитала, занятого в финансовом секторе (кадровая проблема), новейшие финансовые технологии, уровень налогообложения и издержки ведения бизнеса в сфере финансового посредничества.

Финансовая стабильность. Этот фактор очень важный, учитывая распространение эпизодов финансовых кризисов, которые негативно влияют на экономический рост и ведут к серьёзным потерям для инвесторов. Хорошая отрегулированная финансовая система будет стабильной, но вряд ли она будет способна к новациям и эффективному распределению ресурсов. Напротив, там, где меньше регулирующих предписаний, может быть инновационной, но, в то же время, порождать бумы и пузыри, заканчивающиеся кризисами. Таковыми могут быть валютные, банковские, долговые кризисы. Оценивая риск валютного кризиса, необходимо отслеживать такие переменные, как реальный эффективный валютный курс, состояние текущего ПБ, степень «долларизации» экономики, внешний долг к ВВП.

Степень подверженности банковским кризисам оценивается частотой их происхождения с 1970-х гг., степенью переоценённости недвижимости и качеством регулирования банковских институтов. Страна, испытавшая в свое время системный банковский кризис, каждый раз выходила на более устойчивую траекторию развития. Политика, направленная на достоверное раскрытие информации, наличие контроля за банком со стороны частных инвесторов, содействует росту эффективности и стабильности банковской системы. Чем больше риск происхождения этих кризисов, тем больше вероятность, что это будет наносить вред финансовому посредничеству, замедляя экономический рост.

Банки. Финансовая система, основанная на банках, хорошо решает проблему информационной асимметрии, повышает эффективность использования кредит-

ных ресурсов. Некоторые исследователи утверждают, что банковское финансирование эффективнее, чем рыночное (РЦБ), особенно в развивающихся экономиках, где небанковский финансовый сектор еще недоразвит⁵. Банки имеют хорошо отлаженные связи с частным сектором и хорошо о нем информированы, могут преодолевать проблему нехватки ликвидности, размещают инвестиции в долгосрочные активы с повышенным доходом и содействуют росту.

Еще один аспект банковской системы – это её эффективность. Это, прежде всего, касается структуры собственности и качество менеджмента. Банки с государственным участием, как правило, менее эффективны, особенно что касается распределения и использования кредитных ресурсов. Другой аспект развития – это наличие конкуренции между банками, в т.ч., с допуском иностранного капитала в банковский сектор, а также наличие развитой банковской инфраструктуры.

Небанковские финансовые услуги. Небанковские финансовые посредники, такие как брокерско-дилерские компании, управляющие компании, страховые компании, которые как дополняют банки, так и замещают их в некоторых операциях (занимают свою нишу на рынке финансовых услуг). Конкуренция с банками улучшает эффективность финансовых рынков. Они серьезно конкурируют с банками за привлечение средств клиентов на рынке ценных бумаг.

Степень развития небанковских финансовых институтов может служить свидетельством общего уровня финансового развития страны.

Финансовые рынки. Четыре типа финансовых рынков – рынок облигаций (государственные и корпоративные), рынок акций с высокой степенью торгового оборота; валютный рынок и рынок деривативов. Ликвидность рынка акций позитивно влияет на накопление капитала, производительность и рост. Фондовый рынок играет большую роль в распространении информации, мобилизации сбережений и более эффективно продвигает инвестиции.

Как только страны достигают определенного развития, рынок акций все больше начинает выполнять инвестиционную функцию, конкурируя с банками. Рынок деривативов важен в управлении рисками, их диверсификации. Развитие правовой основы этих рынков будет способствовать их развитию и усилению их положительного влияния на привлечение инвестиций.

Доступность финансовых услуг. Величина финансовых рынков является важной детерминантой сбережений и инвестиций. Чем значительней по размерам финансовая система, тем меньше ограничений на кредит. Улучшая доступность к финансированию, можно повысить эластичность экономики к шокам. Чем больше различий между странами по уровню финансового развития, тем больше различий в темпах роста⁶.

Величину и глубину финансового развития можно оценить по следующим показателям: М2/ВВП, капитализация фондового рынка относительно ВВП, банковские депозиты к ВВП, размер долга (государственного и частного) к ВВП, величина внутреннего кредита к ВВП.

Доступность финансовых услуг можно измерить наличием венчурных фондов, доступом к локальным фондовым рынкам, доступностью к кредиту, возможностью размещать облигации.

По общему уровню финансового развития СФР заметно отстают (на 1–3 ранга) от развитых экономик (у них это индекс находится в диапазоне от 5,85 (США) до 4,55 (Австрия)). Наибольшее отставание от группы развитых экономик наблюдается в такой группе, как уровень развития финансовых посредников и финансовых рынков (у развитых экономик средний уровень в этой группе: по банковской системе от 5,8 (США) до 4,32 (Австрия); по НКО – от 6,55 (Великобритания, до 4,37 (Канада); и по развитию финансовых рынков: от 6,15 (США) до 4,35 (Нидерланды)). Как видно, основным сектором финансового посредничества у СФР является банковский сектор, который во многом еще не дотягивает до развитых эконо-

номик по уровню, масштабам своего развития, значимости в развитии экономики.

Что касается условий для развития финансового бизнеса, размеру и глубине финансовой системы, то в целом, большинство СФР входят в срединную группу стран. Особенно здесь надо выделить Китай и ЮАР, которые среди СФР демонстрируют наибольшее значение индексов финансового развития (в эту группу входят также Малайзия и Республика Корея).

Несколько слов об уровне финансового развития России (согласно оценкам Мирового Банка). В целом, занимая 36-ой ранг из 52, Россия занимает более высокие ранги по развитию небанковского сегмента финансового сектора, благодаря развитию инструментов секьюритизации и IPO и активизации, в связи с этим, деятельности инвестиционных компаний и различных фондов на рынке ценных бумаг.

Однако, по уровню развития своей банковской системы она отстает не только от развитых стран, но и многих развивающихся (например, Республика Корея, Индонезия, Таиланд, Венгрия, Словакия, Польша). Институты развиты слабо в плане защиты прав собственности, стандартов отчетности и корпоративного управления. Обладая достаточно хорошими условиями для развития финансового бизнеса (кадры, технологии), имеет очень высокие издержки для ведения бизнеса (45 ранг). Также, Россия отличается слабым развитием различных источников финансирования для бизнеса и населения. Относительно небольшая величина банковской системы РФ вкупе с низкой эффективностью негативно влияет в целом на общий ранг России по финансовому развитию.

Азия. Относительно слабое развитие ФР и НКО указывает на ограниченные возможности рынков капитала как источника финансирования в будущем. Например, недостаточно развит рынок облигаций. Этот рынок может рассматриваться как хорошая защита от волатильных потоков капитала. В этих экономиках на должном уровне финансируется инфраструктура. Возможности банковских кредитов

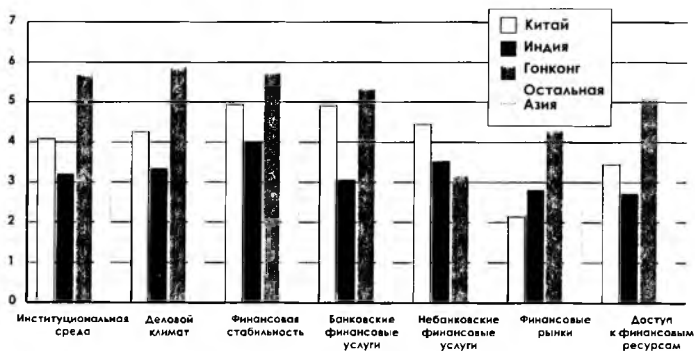


Рисунок 1.3. Индексы финансового развития некоторых азиатских стран, 2010 г.

Ист.: World Economic Forum⁸.

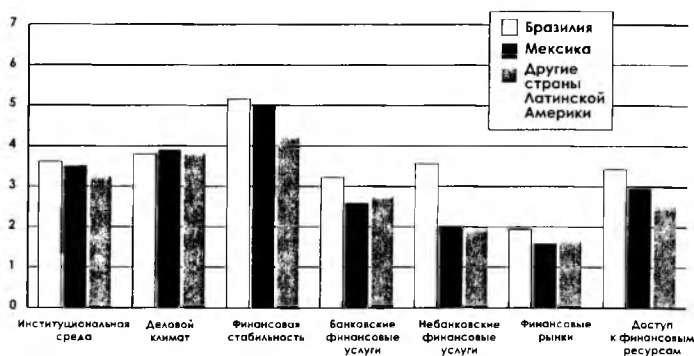


Рисунок 1.4. Индексы финансового развития стран Латинской Америки

Ист.: World Economic Forum⁹.

здесь ограничены (рис. 1.3). Препятствием для роста в будущем может стать ограниченный приток средств на депозиты, доступ к розничным кредитам и страхованию.

Китай. Несмотря на ограниченную степень либерализации финансового сектора и ограниченные инфраструктурные возможности для ведения бизнеса, страна имеет другие преимущества: низкие финансовые риски (стабильная валюта), хотя финансовая устойчивость банков не очень хорошая (50 ранг из 57). В Китае хорошо развит сектор страховых услуг, IPO и сделки слияний и поглощений⁷.

Латинская Америка. В отличие от азиатских стран, в странах Латинской Америки ограничение к финансовым услугам не является самым слабым местом, особенно это касается ритейла (розничных услуг). Однако, доступ к коммерческому финансированию особенно неразвито в Мексике, где существуют серьёзные ограничения к венчурному капиталу, частному кредиту, займам и рынку акций (рис. 1.4). Ограниченная доступность капитала может стать главным риском для экономического роста в долгосрочной перспективе.

1.4. Развитие рынка облигаций в СФР как альтернатива банковскому финансированию

С середины 1990-х гг. рынок облигаций (бондов) получил развитие в СФР, но он по-прежнему остается небольшим как по абсолютным показателям (около трети их ВВП), так и относительно развитых экономик (где их размер даже превышает ВВП)¹⁰.

В 1990-е гг. СФР могли привлекать частный капитал через размещение средне- и долгосрочных облигаций на глобальных финансовых рынках. Этому способствовала политика либерализации и дерегулирования. Финансовые кризисы, прошедшие во второй половине 1990-х гг. лишь ускорили политику реформ в корпоративном и банковском секторах, а решение проблемы бюджетных дефицитов форсировали развитие рынка государственных облигаций. В странах, где наблюдался огромный дефицит бюджета (% от ВВП), власти обратились к выпуску облигаций и их раз-

мещению на внутреннем и международных рынках. Такие страны, как Чили и Малайзия, а также Гонконг (специальная зона Китая) вообще сделали ставку на приоритетное развитие рынка облигаций.

Кризисы в СФР, особенно во второй половине 1990-х гг., и усилия по реструктуризации корпоративного и финансового сектора породили потребность в колоссальных финансовых ресурсах. Издержки восстановления в посткризисный период оценивались порядком 15–30% от ВВП. Это также послужило толчком для развития рынка облигаций. Например, в Индонезии, у которой рынок облигаций был мизерным, после 1998 г. он буквально вырос как на дрожжах. Правительство Индонезии выпустило облигаций в национальной валюте на сумму 60 млрд долл. для проведения реструктуризации банковского и корпоративного сектора.

В течение последних двух десятилетий, приватизация и финансовая глобализация стимулировали приток значительных инвестиций в СФР, и этот поток надо было стерилизовать. Первоначально с этой целью центральные банки выпустили краткосрочные векселя, а затем стали выпускать и долгосрочные. К началу 2000 г. уже проявилась положительная связь между глобальным притоком капитала и размером рынка государственных облигаций в СФР.

В 1990-е гг. наиболее успешные компании обнаружили, что именно рынок облигаций является наиболее успешным инструментом финансирования. Существует положительная связь между ростом экономики и размером внутреннего рынка облигаций и развивающиеся страны не являются исключением¹¹. По мере их роста, они все в большей степени начинают опираться на внутренний финансовый рынок как источник финансирования инвестиций. Корея и Малайзия – две быстрорастущие экономики – имеют хорошо развитый рынок частных облигаций, а Китай, Индия, Мексика, Польша пока не имеют такого.

Согласно данным МВФ, на внутренних рынках СФР (21 страна) было размещено до 79% всех выпусков облига-

ций на конец 2000 г., в т.ч., на долю государственных займов пришлось до 64%. Но, в целом, рынок остается небольшим (в% от ВВП). Например, в Перу – этот рынок всего 8%; в РФ, Таиланде – 10%. Только в двух странах этот рынок заметно выше – в Корее (70%) и в Малайзии (102%), что сопоставимо с уровнем таких развитых экономик, как Германия и Великобритания. Динамично развивается этот рынок в Чили, Бразилии, Венгрии и Сингапуре (его доля более 50% от ВВП)¹².

Банки против финансовых рынков. Финансовая система в СФР все еще в значительной степени представлена коммерческими банками, которые также перемещают часть своих операций на рынок облигаций. Если рассматривать растущий рынок облигаций как способ снизить одностороннюю зависимость корпоративного сектора от банков, то это является хорошим способом поддерживать экономический рост. Эти два сегмента должны развиваться параллельно и дополнять друг друга. Но банки по-прежнему выступают одновременно в разных ипостасях на этом рынке: и как эмитенты, и как держатели, и как дилеры, и как консультанты, андеррайтеры, гаранты и кастодианты. И получают доходы от комиссионных операций, а не от кредитных. Поэтому есть такая связка: здоровые банки – здоровый рынок облигаций, а последний улучшает рыночную дисциплину через раскрытие информации. Они, таким образом, не только сосуществуют вместе, но и имеют взаимовыгодные связи.

По мере становления зрелого финансового сектора банковский сектор все больше будет терять свою значимость. Преимущественное развитие банков на первой стадии объясняется следующими причинами: 1) в странах с невысокими доходами населения семьи предпочитают размещать свои сбережения на краткосрочных банковских депозитах; 2) институциональные инвесторы еще недостаточно хорошо развиты; 3) правовая основа еще слабая¹³. К тому же на рынок облигаций имеют выход корпорации с хорошим рейтингом. На ранней стадии финансового развития выпуск корпоративных облигаций остается в подавленном

состоянии, пока процесс роста не получит импульс (как это было в России до 1999 г.).

В США, где рынок облигаций наиболее развит, он является основным источником финансирования бизнеса в отличие от банков. В Западной Европе этот процесс шел медленнее. Среди СФР выдающимся успехом в его развитии выделяется только Республика Корея, в других же странах он остается небольшим. По образному выражению А. Гринспена, дополняющая роль рынка облигаций для банка выступает в роли «запасной шины», когда у них появляются проблемы в балансах, связанные с кредитованием частного сектора. Например, после кризиса в РФ в 2008 г. и сокращения банковского кредитования в 2009 г. отмечался подъем на рынке частных облигаций.

Итак, подводя итог по первой главе, можно констатировать, что эффективность финансовой системы зависит от структуры экономики и ее макроэкономического окружения. В частности, в странах с развитым финансовым рынком последний имеет положительное влияние на рост, в то время как в странах со слабой рыночной структурой, напротив, положительный эффект на рост обеспечивается «банковской» ориентацией. Но в целом искать приоритеты между двумя типами финансовых систем непродуктивно: рынки могут функционировать эффективно только при условии высокой степени защиты собственности и соблюдения законов. Выполнение этих условий стимулирует развитие финансовой системы вообще и рынков капитала в частности. Деятельность банка менее чувствительна к «качеству» внешнего окружения.

Существует расхожее мнение, что сильные банки имеют относительно больше возможностей даже в неблагоприятной окружающей среде: собирать информацию о кредитоспособности заемщиков, проводить контроль за использованием ссуды; наблюдать за выполнением контракта. Это заключение объясняет, почему на ранних ста-

дях перехода к рыночной экономике бремя финансового посредничества возложено на банки. В будущем, страны с более развитыми законодательными основными и сильными рыночными институтами могут получить дополнительный импульс для развития с помощью рынков капитала.

Было также найдено соотношение между финансовой архитектурой и структурой экономики. А именно, что банковская система имеет преимущества в той структуре, где преобладает мелкие компании, в то время как рынок более эффективно работает при доминировании больших компаний. Таким образом, согласно одному индикатору (слабая законодательная среда), банки должны быть более эффективными в России, но согласно другому (высокая концентрация производства) – рынки должны иметь преимущество. Это заставляет прийти к заключению, что необходимо развить две составляющие финансовой системы. В логике развития соблюдена определенная последовательность – от банков к рынкам.

Важные особенности зрелой финансовой системы – ее способность обеспечить ресурсы для долгосрочных инвестиций. Известно, что нехватка долгосрочных инвестиций является одной из главных слабостей российской финансовой системы. Готовность инвесторов финансировать долгосрочные инвестиции в значительной степени зависит от макроэкономической стабильности и институциональных факторов.

Власти могут содействовать развитию долгосрочных инвестиций, уменьшая связанные риски, например, защищая права кредиторов. Серьезный положительный эффект на расширение долгосрочных кредитов может быть сделан введением накапливаемой части пенсии и управление этими накоплениями через рынок ценных бумаг. В то же время, попытки увеличивать долгосрочное кредитование через прямую причастность государства (например, субсидирование) дают противоположный эффект. Увеличение доли долгосрочных кредитов за счет государственных субсидий препятствует росту производства, а не ускоряет его.

Глава 2. Исторический опыт преобразования финансовых систем в странах с формирующимися рынками

Рыночные преобразования финансовых систем в СФР начались в 1980-е гг. в русле общей либерализации экономик и привлечения иностранного капитала. При этом банковская система получила мощный импульс для развития, привлекая иностранные инвестиции в капитал национальных банков, вплоть до их поглощения и потери самостоятельности. Таким путем шло преобразование банковских систем в бывших соцстранах Восточной Европы. Но эти преобразования банковского сектора сопровождались успешными рыночными реформами, что позволило достичь определенной системной стабильности банковского сектора под влиянием различных внешних шоков. Тогда как имеется и менее успешный опыт стран СНГ, Латинской Америки, где банковская система развивается в условиях ограниченной конкуренции и значительного доминирования государственного участия в банковском секторе. Для крупнейших стран Латинской Америки (Аргентина, Бразилия, Мексика) рост доли иностранного капитала в банковской системе стал одним из следствий финансового кризиса, произошедшего в середине 1990-х гг.

На роль государства в развитии банковского сектора имеется разные точки зрения. Никто не отрицает важности регулирующих функций государства. Используя правовые и властные полномочия, государство способствует развитию банковской системы или сдерживает ее. Так, в восточноевропейских странах с формирующимися рынками (Чехия, Польша, Венгрия и др.) в конце 80-х годов прошлого века государство осуществило ряд мероприятий по снятию барьеров для притока иностранного капитала в банковский сектор. Эти действия были предприняты с целью скорейшего перехода к рыночным отношениям и ускорению интеграционного процесса с Евросоюзом. В других странах наличие ограничительных в деятельности иностранных банков и преобладание госсобственности в банковском сек-

торе сдерживает его эффективное развитие. Ограниченные возможности в росте капитала коммерческих частных банков не позволяет многим странам приблизиться к уровню развития, сопоставимого с развитыми экономиками.

Эмпирический опыт свидетельствует, что определяющим фактором организации и характера деятельности банковской системы является социально-экономический путь развития страны. Именно характер организации общественного производства, его стабильность и эффективность, правовые условия функционирования банковской системы предопределяют ее роль в экономике страны.

Итак, выделим основные проблемы, решение которых должно способствовать качественному преобразованию финансового сектора в СФР:

- значительный вес государственных банков и недостаточный уровень конкуренции;
- недостаточная привлекательность для частных инвесторов;
- невысокий уровень капитализации финансовых институтов (% ВВП);
- необходимость привлечения иностранного капитала;
- развитие финансовых рынков для диверсификации источников финансирования.

2.1. Опыт стран Латинской Америки

Особенность кредитной системы латиноамериканской периферии в том, что она создавалась в условиях, когда сбережения домохозяйств и амортизационные отчисления в регионе были недостаточны для финансирования капиталовложений. К тому же, только половина высвобождаемых средств попадала на рынок ссудного рынка. В отличие от развитых стран, частные банки, среди которых преобладали коммерческие, не могли быть источником развития. В их пассиве доминировали кратковременные депозиты, активы отвлекались на непроизводственные и спекулятивные операции. Нормы накопления для кредитования промышленности не достигались¹⁴. Выправлять дефекты

рынка и направлять развитие решило государство, отчего появился механизм бюджетного финансирования, политика государственных займов и институт банков развития. Государство становилось главным предпринимателем и соиздателем в экономике. Его целью был рост ВВП.

До нефтяных шоков (в Чили, Аргентине – до 1970-х гг., в Мексике – до середины 1980-х гг.), правительство управляло созданием денежной массы, аккумулировало ресурсы, включая и собранные коммерческими банками. Фондовый рынок почти не использовался для привлечения финансов. Через банки и корпорации развития проводилось обязательное финансирование «приоритетных» отраслей экономики, через них и шел поток ресурсов.

Ведущими институтами регулируемой экономики стали госбанки развития. Сначала их задача заключалась в финансировании и долгосрочном кредитовании инвестиционных проектов в приоритетных отраслях хозяйства, но со временем они стали выполнять и другие функции, возложенные государством: давали экспертные оценки целесообразности осуществления проектов, определяли участие частного национального, государственного, иностранного капитала, оказывали техническую помощь вновь создаваемым предприятием.

Госбанки развития рассматривались как инструмент экономической политики государства по долгосрочному кредитованию. Они создавались как акционерные по форме, автономные, государственные или полугосударственные, обслуживающие частные и государственные предприятия. Организационно – это либо инвестиционные банки, либо корпорации развития, либо финансовые компании развития (финансьерас), созданные на средства государства в форме подписки на акции (участие в капитале), прямых бюджетных ассигнований, субсидий, кредитов ЦБ, размещения акций и бондов на внутреннем и внешнем рынках капиталов. В ряде стран правительство пополняет их ресурсы или покрывает часть убытков

по финансированию новых производств. Превалирование государственных источников финансирования показывает динамика государственных кредитов региона на финансирование экономики. Государственный кредит предоставляется по заниженным, субсидируемым ставкам, что часто провоцирует злоупотребления.

Частные банковско-финансовые фирмы представлены рядом институтов: коммерческие банки, специальные кредитные институты, специальные небанковские институты (пенсионные фонды, инвестиционные компании и компании потребительского кредита, кооперативы, ссудно-сберегательные кассы, сберегательные учреждения, кооперативы).

Фондовые операции в регионе имели второстепенное значение. Инвестиции в форме долгосрочного кредита концентрировались у инвестиционных банков, размещающих собственные ценные бумаги на местных рынках капиталов. Широкое распространение получили финансы: компании-банки и инвестиционные корпорации, поздно попавшие под регулирующее действие центрального банка из-за отсутствия банковских операций (специальные законы для них появились только в конце 60-х годов XX в.). Часть финансы создавалась с помощью государства для стимулирования частных рынков долгосрочного кредита. В их пассиве много средств центральных банков, много кредитов нерезидентов.

Бразилия. В середине 60-х годов XX в. правительство Бразилии заложило основу современной банковской системы, которая на сегодняшний день считается наиболее развитой во всем латиноамериканском регионе. На тот момент в Бразилии существовало несколько групп финансовых институтов: федеральные и региональные банки развития, коммерческие банки, брокерские фирмы и прочие финансовые компании. Среди них выделялись по своей особой роли два банка: «Banco Nacional de Desenvolvimento Economico» («BNDE»), созданный в 1952 г. с целью финансирования развития инфраструктуры страны и отдельных отраслевых проектов, и «Banco do Brasil» («BB») – государственный коммерческий банк,

финансирующий экспорт и сельское хозяйство (до 1964 г. он выполнял ряд функций центрального банка страны). Эти банки являлись основными государственными финансовыми агентами по осуществлению кредитной политики правительства. Региональные банки развития выполняли функции, аналогичные банку «BNDE», в рамках своих областей. Коммерческие банки занимались краткосрочным и среднесрочным кредитованием.

Рост инвестиций в экономике и финансирование долгосрочных проектов происходили за счет целевого государственного финансирования (большая их часть предоставлялась через госбанк «BNDE»). В 1969 г. на долю государства приходилось более 60% всех инвестиций, производимых в экономику Бразилии. В результате государственные расходы постоянно росли: их доля за период с 1947 г. по 1972 г. выросла вдвое и достигла 32% ВВП¹⁵. Основным финансовым источником экономического роста служили внешние заимствования – к середине 1970-х гг. Бразилия превратилась в крупнейшего мирового должника.

Резкий рост процентных ставок на мировых финансовых рынках в начале 1980-х гг., спровоцировав долговой кризис стран Латинской Америки, положил конец «бразильскому экономическому чуду». Попытки властей в 1983 г. компенсировать снижающийся поток внешних инвестиций обширной денежной эмиссией не спасли ситуацию, но существенно подхлестнули и без того высокую инфляцию. Значительно снизился объем кредитования экономики: удельный вес выданных кредитов государственному и частному сектору упал с 49% в 1980 г. до 38% в 1985 г.

Р. Пребиш и представители «латиноамериканской школы» считали, что инфляция в 1980-е гг. в регионе носила сложный характер и, в какой-то степени, порождалась неэффективной политикой государственного кредитования. Это создавало давление на бюджет вследствие низкого уровня частных инвестиций и по причине неадекватности реальных финансовых ресурсов капиталовложениям. «Ла-

тиноамериканская школа» оправдывает инфляционное финансирование бюджета и даже считает инфляцию в некоторой мере полезной для стимулирования промышленного роста, если поддерживать внутренний спрос¹⁶.

Растущая инфляция в 1980-е годы спровоцировала банковские «перестройки». Были разрешены мультибанки. Государство подталкивало к формированию финансовых групп скупкой мощным банком контрольных пакетов акций финансово-кредитных институтов. Поощрялись слияние, объединения, модернизация, диверсификация, создание ассоциаций с иностранными банками и выход на международный рынок капиталов. На ссудном рынке в ходе его развития доминировало небольшое число банковских фирм. Главной моделью банка признан универсальный банк – это лидер рынка, способный поглотить другие структуры. Он предлагает то, что не под силу другим банкам с ограниченным набором операций.

В 1988 г. в Бразилии было принято новое банковское законодательство (Central Bank Resolution 1524), разрешающее создание универсальных банков. Коммерческие и инвестиционные банки могли объединяться как друг с другом, так и с другими финансовыми компаниями. Это решение стало результатом осознания правительством того, что модель банковского сектора, состоящая из специализированных банков, неэффективна. В результате уже в 1989 г. появилось 113 универсальных банков, большинство из которых трансформировались из действующих коммерческих банков¹⁷.

В кредитно-банковской системе Чили, Мексики, Аргентины формировались обладающие капиталом крупные структуры (Приложение А). Мелкие банки оттеснялись на вторую роль. Частный банковский сектор за годы государственного капитализма набрал силу и стал сопоставим с сектором государственных банков по величине активов (60% и 40% соответственно). Доля иностранного капитала колебалась от 10% (Аргентина, Чили) до 30% (Мексика). Суммарные активы банков в стоимостном выражении

в ВВП («емкость банковской системы») в Аргентине с 36,6% (1960 г.) увеличилась до 52,3% (1977 г.); в Мексике с 28,5% (1960 г.) до 51,1% (1977 г.)¹⁸.

Способ аллокации, выражаемый в предпочтении формы собственности, прослеживается во всей истории кредитно-банковских институтов. В Мексике укоренились собственность олигархических семейно-родственных групп и анонимная акционерная собственность, что благоприятствовало формированию групп. Приоритет подвижному акционерному капиталу, распыленному среди мелких инвесторов в Аргентине не позволил банкам набрать должной денежной силы (удовлетворение инвестиционных потребностей через ценные бумаги исключает их удовлетворение через кредит). Отношение «депозит/ВВП» здесь ниже, чем в Мексике и Чили. В Чили кланово-олигархические группы опирались на закрытые семейные связи, роль банков, интегрированных в эти группы, становится основной, а бирж – вспомогательной.

Банковская система стран Латинской Америки до финансового кризиса в 1990-е гг. была очень закрытой. Отношение к иностранным банкам резко поменялось в середине 1990-х годов, когда серия финансовых кризисов вызвала острую нужду в рекапитализации банковского сектора, а также в консолидации и рационализации государственной собственности в отрасли. Потребность банковской системы в привлечении ресурсов привела к снятию барьеров на пути иностранного участия. Крупнейшие приобретения в регионе начались в 1995 г. Иностранные банки в основном ориентировались на покупку контрольных пакетов банков с хорошо развитой розничной сетью. В результате структура собственности банковских систем региона радикально поменялась во второй половине 1990-х годов¹⁹.

Увеличивающееся присутствие иностранных банков привело к сокращению долей и государственного, и национального частного капитала в структуре собственности. Очень сильно местный частный капитал был потеснен в Чили, Колумбии, Мексике и Перу²⁰. В странах с историче-

ски доминирующей ролью государственных банков, таких как Бразилия, проникновение иностранных банков происходило за счет приватизации.

Несмотря на то, что либерализация режима прямых иностранных инвестиций в банковский сектор Аргентины была произведена в 1992 г., до начала 1995 г. иностранные банки не совершали масштабных инвестиций в капиталы банков данной страны. На этот период на долю иностранных банков приходилась лишь пятая часть активов. Причинами роста вложений в капитал, послужили, с одной стороны, успешные действия аргентинских денежных властей по преодолению последствий финансового кризиса, возникшего в конце 1994 г., с другой стороны, дальнейшая интернационализация аргентинской экономики и упрочение международных связей с традиционными партнерами (Испанией, США).

Неслучайно наиболее активными в приобретении долей были испанские и американские банки, причем не самые крупные. В результате, к концу 1999 г. доля иностранцев в банковском капитале Аргентины превысила 40%, а в банковских депозитах населения – 60%, а к 2002 г. нерезиденты превысили уровень в 50% совокупного банковского капитала. При этом следует отметить, что аргентинское правительство не предпринимало специальных шагов по привлечению иностранного капитала (либерализация была проведена заранее).

Иностранные банки в Аргентине нашли свою нишу: они сосредоточены в столице (88% кредитов, выданных в Буэнос-Айресе приходится на банки, контролируемые нерезидентами) и занимаются преимущественно крупными проектами в промышленности, в то время как местные банки гораздо шире представлены в провинции и ориентированы в большей части на сельское хозяйство и розничную торговлю²¹.

В Бразилии отмечались похожие тенденции, но в меньших масштабах. В этой стране, после кризиса середины 1990-х гг., доля иностранных банков также выросла вдвое (с 7% до 14%). Стимулом к приходу иностранных

банков послужила также объявленная в конце 1998 г. программа приватизации банков штатов Бразилии. Наиболее активными были также банки традиционных торговых партнеров: Испании и США, а уровень интереса показывает, например, тот факт, что при приватизации банка BANESPA (штат Сан-Паулу) победитель (испанский банк «Santander Central Hispano») заплатил почти 4 млрд долл. при стартовой цене 1 млрд долл. К настоящему времени иностранные банки занимают более четверти банковского капитала страны²².

Пример Аргентины и Бразилии показывает, что хотя приход иностранных банков активно интенсифицируется приватизаций и финансовыми кризисами, как и в Восточной Европе, но не обязательно приводит к их доминированию, а, напротив, может означать относительно паритетное разделение сфер влияния между банками, контролируемые местными структурами и нерезидентами.

Итак, подводя итог обзору формирования латиноамериканских банковских систем, можно выявить много общего между ними.

Они прошли испытание банковским кризисом в середине 90-х гг. XX в., по результатам которого правительство и центральные банки рассмотренных стран в целом сделали правильные выводы.

Страны региона имеют большой внешний долг, для них характерны проблемы с бюджетным дефицитом, неравновешенный внешнеторговый баланс. Эти факторы, негативные при стабильной ситуации в мировой экономике, становятся мощными детонаторами разрушительных процессов в странах региона на кризисных этапах функционирования мировой финансовой системы.

Непосредственным поводом к началу финансовых кризисов в странах региона стало слабое управление со стороны государства притоком на внутренние рынки иностранного краткосрочного капитала. Для уменьшения в дальнейшем зависимости состояния внутренней финансовой системы от

колебаний на мировых финансовых рынках центральные банки применяют искусственные ограничения на приток спекулятивного капитала путем обязательного резервирования его части на специальных недоходных счетах в ЦБ или уплаты специального налога в бюджет страны. Эти методики стандартно применяются в странах, опасаящихся структурных перекосов в иностранных инвестициях.

Страны региона, десятилетиями жившие в условиях гиперинфляции, научились ценить финансовую стабильность и готовы нести определенные жертвы для ее достижения. Во всех странах, за исключением Венесуэлы, или уже есть независимые центральные банки или их самостоятельность последовательно расширяется. Самостоятельные центральные банки проводят жесткую денежно-кредитную политику.

Все банковские системы имеют избыточное число финансово-кредитных учреждений, поэтому открытие новых банков имеет массу ограничений, и власти поощряют слияния и поглощения банков.

Страны региона имеют большую численность населения, значительную территорию и собственную сырьевую базу. Это делает банковские системы потенциально привлекательными для иностранных банков, испытывающих жесткую конкуренцию на традиционных уже освоенных рынках.

Важным последствием кризиса середины 1990-х гг. стал переход под иностранный контроль не только мелких специализированных кредитных учреждений, но и крупнейших банков региона. Причиной этому стало стремление правительств к скорейшему возрождению финансового рынка и отсутствие конструктивных альтернатив реализации этой задачи кроме открытия внутреннего рынка для иностранцев.

Большое количество кредитных учреждений в странах региона не подразумевает плотную филиальную сеть. Перечень и качество оказываемых клиентам услуг значительно худшее, чем в банках развитых стран. Приход на местные рынки иностранных финансово-кредитных учреждений сопровождается внедрением новых форм обслуживания клиентуры,

что традиционно позволяло «снимать сливки», т. е. привлекать наиболее обеспеченную и деловую часть рынка.

Внутренние противоречивые процессы в экономиках этих стран и внешние факторы приводят к периодическому возникновению спадов, которые, в связи с невысоким общим развитием местных финансовых систем, переходят в область кризиса. Последовательное проведение жесткой экономической политики государственными властями должно постепенно вывести страны из состояния экономической нестабильности. Наблюдаемые положительные тенденции позволяют надеяться на это.

2.2. Опыт развития банковской системы Китая

С трансформацией Народного Банка Китая (НБК) в центральный банк КНР в 1983 г. функции кредитования народного хозяйства были переданы специализированным государственным банкам: Сельскохозяйственному банку, Народному строительному банку, Банку Китая и Торгово-промышленному банку (т.н. «Большая четверка»). В течение 1994–1995 гг. эти государственные банки были переведены в разряд коммерческих банков.

В 1994 г. были созданы три специализированных («политических») государственных банка – Государственный банк развития, Государственный банк сельскохозяйственного развития и Экспортно-импортный кредитный банк, основной задачей которых стало предоставление так называемых политических, т. е. льготных, кредитов. Эти банки не конкурируют с коммерческими банками, поскольку их кредитные ресурсы формируются не за счет прямого привлечения сберегательных депозитов, а путем выделения им бюджетных средств, займов НБК и эмиссии собственных облигаций. О размахе их деятельности в международном масштабе свидетельствует следующий факт. Британская газета «Financial Times» исследовала и выявила, что в 2009–2010 гг. два главных китайских банка – Государственный банк развития КНР (China Development Bank) и Китайский банк по импорту и экспорту (China Export-Import Bank) –

предоставили развивающимся странам и их компаниям кредиты на сумму 110 млрд долл., что превысило планируемую сумму кредитования от Всемирного Банка для развивающихся стран за тот же период. Таким образом, Китай обогнал Всемирный Банк, став крупнейшим кредитором среди развивающихся стран. По мнению «Financial Times», это говорит о масштабах и большой влиятельности китайской экономики²³.

С 1979 г. иностранным банкам было разрешено создавать представительства в специальных экономических зонах: в Пекине, Шанхае и ряде других городов²⁴. Однако банковские представительства могли заниматься только рыночными исследованиями, консалтингом, экономическим анализом, содействием в установлении контактов с китайскими властями, производителями и потребителями, но никак не банковской деятельностью.

По мере расширения присутствия иностранных банков возникла необходимость в разработке соответствующей нормативно-правовой базы. В июне 1991 г. НБК утвердил порядок создания представительств иностранных банков, а 7 января 1994 г. Государственный совет КНР принял Положение КНР «Об управлении финансово-кредитными учреждениями с участием иностранного капитала».

Наибольшее количество иностранных банков учреждается в районах концентрации предприятий с иностранными инвестициями. Так, доля иностранных банков, действующих в районе Шанхая, составляет 43% общих активов иностранных банков в Китае, 45% кредитов и 40% депозитов в валюте. При этом лидируют среди них японские банки.

В Китае процесс реформирования банковского сектора не поставил под вопрос государственную собственность. Несмотря на изменения, произошедшие в банковской сфере с 1978 г., доля государственной собственности в банковском секторе КНР изменилась незначительно. В 2005 г. государство оставалось монополистом, прямо или косвенно контролируя 98% банковского капитала.

Государству принадлежит 61,1% банковских активов, сконцентрированных в четырех коммерческих государственных банках и трех «политических» банках. Несмотря на вхождение КНР в ВТО и либерализацию финансового рынка, доля иностранных активов составляет всего 1,9%. Несмотря на рост частного предпринимательства в КНР, государственный сектор лидирует по общей величине основных фондов (около половины), банковских кредитов (две трети) и инвестициям (47%). Его доля в налоговых поступлениях составляет 35%, в занятости – 31%.

В КНР инвестиции в реальный сектор осуществляются в значительной степени с помощью государственных банков, а политика центрального банка КНР является основой централизованного финансирования инвестиций. В то же время альтернативные источники финансирования развиты довольно слабо. Банковская система КНР является, таким образом, координатором инвестиционной политики государства и инструментом реализации целей экономического развития.

Несмотря на значительные успехи, достигнутые Китаем за последние четверть века, по-прежнему под большим вопросом остается неэффективность крупных государственных банков. В конечном счете, макроэкономическая нестабильность китайской экономики в будущем будет так или иначе связана с неэффективностью её финансовой системы.

Во-первых, в Китае наблюдается высокая норма сбережений (в% от ВВП) – около 45% и практически все они привлечены на банковские депозиты при отсутствии других вариантов инвестирования. Средства компаний, аккумулированные на депозитах в банках, реинвестируются в имущества этих же компаний. Банки вкладывают привлеченные средства в дорогостоящие инфраструктурные проекты, а госкомпании остаются неэффективными. Это создает проблему «плохих» кредитов для самих банков. С нормой накопления на уровне 54% от ВВП, ни одна страна

долго не может поддерживать инвестирование на уровне выше её сбережений, поэтому для Китая архи важно повышать производительность его экономики.

Встает вопрос: почему при относительно развитом уровне кредитования реальной экономики банковская система Китая обременена плохими кредитами (т.н. проблема «финансового треугольника» в которой входят друг от друга зависимые Госсовет, государственные банки и государственные компании)? Остается дилемма: могут ли китайские банки быть реформированными, оставаясь по государственным контролем?

Итак, еще раз выделим основные характеристики финансового сектора Китая. Во-первых, это значительная роль госбанков. Почти $\frac{2}{3}$ внутренних сбережений, аккумулированных в основном банками, распределяется в госсектор, в основном в форме банковских кредитов. Наиболее «перекредитованными» остаются обрабатывающий сектор и операции с недвижимостью. В финансовом посредничестве доминирует «Большая четверка» с относительно недоразвитым финансовым рынком.

Китай имеет относительно развитый (по глубине) финансовый сектор (определяется как величина финансовых активов относительно ВВП (по данным McKinsey)²⁵ Его рост по активам впечатляющий: с 11% от ВВП в 1994 г. до 221% от ВВП к концу 2004 г. Поскольку существуют жесткие ограничения на отток капитала, то большая часть сбережений размещается во внутренней финансовой системе. Китай остается крупнейшим реципиентом капитала как в форме портфельных инвестиций, так и в форме ПЗИ. Однако рынок акций остается мало ликвидным, поскольку их большая часть остается в собственности государства и не торгуется на рынке. Большая часть депозитов компаний размещается в банках, поскольку у них отсутствуют альтернативные формы вложений и нет свободы распоряжений ими.

Рынок акций в большей мере является инструментом проведения политики приватизации и рекапитализации, чем

настоящим рынком, который используется как инструмент привлечения средств для инвестиций. Рынок облигаций, хотя и небольшой по размерам, функционирует неплохо; на нем доминируют корпоративные облигации крупных эмитентов-компаний, в которых государство выступает крупным собственником. Стоимость кредитов для госпредприятий сохраняется низкой, вот почему для них пользоваться банковскими ссудами более предпочтительно, чем проходить длительный процесс размещения облигаций.

Основной проблемой китайских банков остается высокий уровень проблемных ссуд. Например, «большая четверка» имела в середине 2000-х гг. около 300 млрд евро. неоплаченных вовремя ссуд, большая часть которых размещена в секторе недвижимости²⁶. За этот период был достигнут прогресс в их сокращении в целом по крупным коммерческим банкам с 31% в 2001 г. до 10% в 2005 г. После 1997 г. правительство докапитализировало «свои» банки и передала значительную долю проблемных ссуд Государственной компании по управлению активами (организованная в 1999 г.).

Но условий для эффективной политики банков до сих пор не создано. Центральные власти не имеют достаточных полномочий влиять на поведение своих подразделений на местах (в провинциях). Это как раз свидетельствует о неэффективном механизме перераспределения капитала. На предприятиях существует низкая платежная дисциплина и юридически они защищены местными органами власти.

Быстрорастущие частные компании и малый бизнес имеют большой вес в создании ВВП, но получают непропорционально мало средств от банков. Ограниченно развитая инфраструктура по оценке кредитоспособности и почти полное отсутствие кредитных бюро ограничивает их прямой доступ к фондам, поэтому они часто прибегают к неформальным финансовым институтам. В Китае только 10% банковских ссуд предоставляется физ. лицам (населению), а $\frac{2}{3}$ – корпорациям (в основном, государ-

ственным), которые могли бы привлекать займы с рынков капитала.

В Китае насчитывается примерно 120 городских коммунальных банков и более 30 тыс. сельских и городских кредитных кооперативов, которые так или иначе контролируются правительством всех уровней.

Ключевая слабость банковской системы Китая – это недостаточная прозрачность. Часто решения принимаются исходя из политических доводов, а не рыночных (риск-эффективность). При отсутствии консолидированной отчетности, банки могут заявлять о прибыли, тогда как их отделения на местах срабатывают с убытками. Существует еще распространенная практика расхищения собственности банков и мошенничества²⁷.

В заключение следует отметить, что после 25 лет в целом успешного реформирования экономики государство оказалось под двойной нагрузкой: во-первых, необходимостью санировать убыточные предприятия, во-вторых, необходимостью реформировать банковскую систему. При этом оздоровление банков является более приоритетной задачей, это поможет избежать банковского кризиса. Ответственным реформаторам остается не так много времени для того, чтобы укрепить государственные банки до такой степени, чтобы они без дальнейших потерь активов могли конкурировать как с национальными, так и с иностранными финансовыми институтами.

Наибольшую угрозу стабильности финансовой системе Китая представляет её бюджетная устойчивость, и основа основ для этого – последовательная рекапитализация банков и дальнейшее проведение реформы всей банковской системы. Неэффективность китайских банков, платежной системы, розничного бизнеса, неразвитость фондовых рынков – все это значительно увеличивает издержки финансового посредничества. Необходимо понизить стоимость депозитных ресурсов в банках и повысить стоимость кредитования для заемщиков.

Чтобы покончить с абсолютным доминированием банков в финансовой системе надо последовательно

дерегулировать банковские процентные ставки; содействовать развитию институциональных инвесторов и укреплению связей между иностранными (прежде всего, Гонконгской биржей) и материковыми фондовыми рынками.

Также, надо идти по пути либерализации счетов капитала, большей гибкости валютного курса. Приватизация крупного бизнеса будет все больше способствовать более рыночно ориентированной финансовой системе.

2.3. Опыт реформирования банков в странах с переходной экономикой

В странах с переходной экономикой с начала 1990-х гг. банковская система подверглась значительному реформированию. Прежде всего был осуществлен переход на двухуровневую банковскую систему – систему коммерческих банков с центральным банком во главе. Однако в процессе реформирования банковская система столкнулась с очень серьезными проблемами: что делать с ранее выданными предприятиям кредитами, стоит ли списывать невозвратные долги, следует ли реформировать старые финансовые институты или создавать новые, должны ли взять на себя ЦБ и правительство обязательства госпредприятий или они должны перейти к тем, кто выкупит предприятия, должны ли быть закрыты недееспособные банки, допустить ли иностранные банки в экономику.

На первоначальном этапе в странах с переходной экономикой наблюдался серьезный макроэкономический дисбаланс, вызванный кризисом государственных финансов, неэффективностью доминировавшего государственного сектора экономики (в том числе и государственных банков), нестабильностью торгового и платежного балансов, а, следовательно, и курса национальных валют. Капитал новых коммерческих банков быстро обесценивался в результате инфляционных процессов в экономике. На начальном этапе становления двухуровневых банковских систем отсутствовали жесткие требования к величине и качеству капитала кредитных организаций. Управление рисками бан-

ковской деятельности было неэффективным. Ощущался острый дефицит профессиональных кадров, отработанных технологий совершенствования банковских операций и управления рисками, необходимых информационных систем. Серьезной проблемой были доступность и качество информации о макроэкономической ситуации, состоянии банковского сектора.

В бывших социалистических странах не была сформулирована комплексная система защиты интересов кредиторов и вкладчиков. Вклады в банках не подлежали страхованию и вкладчики в любой момент могли потерять свои сбережения. Однако незащищенность прав кредиторов была губительна и для самих банков, поскольку недобросовестность заемщиков получила широкое распространение.

На первых этапах осуществления рыночных реформ доля невозвратных ссуд в активах банков составляла: 15–20% в Чехословакии и Венгрии, 20–30% – в Польше, 40% – в Болгарии. В Венгрии, Чехии, Польше правительство взяло на себя долги банков в обмен на государственные ценные бумаги. В Болгарии и Хорватии долговые обязательства банков были обменены на акции предприятий. В странах бывшего СССР были приватизированы отдельные звенья монобанковской системы без рекапитализации, поскольку высокая инфляция обесценила номинальную стоимость старых безнадежных долгов.

Большой интерес представляет исследование банковских систем Чехии и Словакии. Чехия, имея более выгодные стартовые позиции, не испытывала в первой половине 1990-х гг. инфляционных потрясений, процесс приватизации банков шел планомерно и продуманно. Однако чешские банки управлялись старыми кадрами, не достаточно адаптированными для работы в новых условиях. В результате постепенно в чешских банках стали преобладать негативные тенденции, связанные с превышением допустимых норм кредитования и низким качеством кредитного портфеля, что привело к серьезному банковскому кризису. Вместе с тем, в 1990-е гг.

доля плохих кредитов в совокупном кредитном портфеле чешских банков находилась на достаточно высоком уровне (в 1994–1995 гг. – 38%, в 1996 г. – 35%, в начале 2000-х гг. – 30%). В 1996–1997 гг. банковская система Чехии пережила системный банковский кризис. Центральный банк и правительство Чехии в целях недопущения дальнейшей дестабилизации ситуации были вынуждены реализовать дорогостоящую (12% ВВП) программу реструктуризации проблемных банков.

В настоящее время в банковской системе Чехии очень сильны позиции иностранного капитала, прежде всего, немецкого, австрийского и французского. Банковская система Чехии, как и Польши, органично интегрирована в банковскую систему Европейского союза (Подробно о роли иностранных банков в банковской системе стран ЦВЕ см. в гл. 4).

Россия. Начиная с 1991 г., появляется большое количество частных коммерческих банков, многие из которых в прошлом являлись региональными филиалами специализированных банков. Тем не менее, создание кредитных институтов проходило спонтанно и не было обусловлено целью экономического роста со стороны государства. К концу периода экстенсивного роста банковской системы в стране (1995 г.) сложилась банковская система, в рамках которой сосуществовали крупные по российским меркам банки с огромной филиальной сетью и солидной клиентской базой и небольшие «карманные» банки отдельных предприятий. Российские банки предлагали весьма ограниченный набор услуг.

Вплоть до финансового кризиса 1998 г. неконтролируемое развитие банковского сектора происходило в контексте высокого уровня инфляции и массового вовлечения банков в спекулятивные операции. Несмотря на быстрый количественный рост, их значимость для экономики прямо пропорционально уменьшалась (табл. 2.1).

Кредитные институты, втянутые в этот период в спекулятивные валютные операции, а также в операции на рынке ГКО, оставались в стороне от потребностей реального сектора.

Таблица 2.1
Развитие банковской деятельности в России
в 1992–1996 гг.

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996
Количество действующих КО	1 713	2 019	2 517	2 295	2 030
Кредиты монетарных властей коммерческим банкам, % ВВП	15,0	5,1	2,4	1,1	0,6
Активы банковского сектора, % от ВВП	88	54	56	36	36

Данные, приведенные в табл. 2.2, показывают, что в России даже в период массовой приватизации доля государства в финансировании инвестиций в основной капитал оставалась не только высокой, но и единственной альтернативой банковскому финансированию. Федеральный и региональные бюджеты, а также средства из внебюджетных фондов, служат основными механизмами финансирования инвестиций (33,3% общего объема привлеченных средств).

По сравнению с периодом 1990-х гг., в начале 2000-х гг. доля бюджетных средств немного сократилась, а доля банковского финансирования возросла, хотя и остается весьма низкой. Кроме того, так как доля банков с государственным участием в общем объеме банковского финансирования составляет примерно 50%, то это еще больше повышает вклад государства в финансирование инвестиций.

Ни резкое увеличение числа коммерческих банков в 1990-е годы, ни либеральные условия их деятельности не оказали позитивного влияния на развитие экономики, ее реального сектора. Не удалось сконцентрировать финансовые ресурсы и направить их на развитие приоритетных отраслей. Напротив, деятельность российской банковской системы

Таблица 2.2
Источники финансирования инвестиций
в основной капитал в России, в %

Источник финансирования	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе									
Собственные средства	49	47,5	49,4	45	45,2	45,4	44,5	42,1	41,5
Привлеченные средства	51	52,5	50,6	55	54,8	54,6	55,5	57,9	58,5
В т.ч. кредиты банков		2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,1	9,5	9,4
В т.ч. бюджетные средства	21,8	22	20,4	19,9	19,6	17,9	20,4	20,2	21,2

Ист.: Госкомстат РФ.

способствовала вывозу капитала за рубеж и неоправданному росту государственного долга. Это в значительной мере обострило финансовый кризис 1998 г. При этом финансово-кредитная политика была сориентирована таким образом, чтобы не допустить использования централизованных финансовых ресурсов для стимулирования развития реальной экономики. Этим можно объяснить долгое игнорирование зарубежного опыта создания банков развития с государственным участием, хотя такой опыт широко используется как развитыми, так и развивающимися странами еще с середины XX в. (Вставка 1).

По-прежнему, банковская система России отличается высокой долей активов, принадлежащих государству в банковском секторе (табл. 2.3). Однако, участие государства

как главного акционера крупнейших российских банков не предполагает его прямого вмешательства в принятие решений, касающихся предоставления кредитов. Такая модель весьма далека от администрированных кредитов, действующих экономическому росту в Китае.

Современный банковский сектор в России создавался благодаря усилиям международных организаций и иностранных банков, например, при технической и финансовой поддержке Всемирного банка в рамках реализации Программы развития финансовых учреждений (ПРФУ). В рамках ПРФУ, основная часть реализации которой осуществлялась до 1998 г., Всемирный банк финансировал программу структурной перестройки 39 коммерческих банков, отобранных с целью сформировать в будущем ядро банковской системы. Банки были аккредитованы к участию в рамках программ средне- и долгосрочного кредитования и внутренней структурной реорганизации. Лимит фондов в рамках реализации программ был определен в 0,9 млрд долл.; они определили круг банков-партнеров, через которые распределялись средства для кредитования реального сектора экономики. При этом банки-партнеры фондов (банки-агенты) несли на себе все кредитные риски по проектам и были поставлены в абсолютно равные тарифные конкурентные условия.

Но, по-прежнему, банки с государственным участием (первая пятерка российских банков по активам) поставлены в более выгодные условия на рынке банковских услуг благодаря прямой и косвенной поддержке государства, особенно в периоды финансовых кризисов. Это ограничивает возможности развития конкуренции и повышения эффективности банковских услуг (см. гл. 3).

Россия в десятки раз отстает от стран Западной Европы и в несколько раз от стран Восточной Европы и БРИК по коэффициенту проникновения банковских услуг, который рассчитывается по активам в расчете на душу населения. А отношение банковских активов к ВВП за 2000-е гг. выросло всего с 40%

Опыт создания Банков развития и их ключевая роль в экономическом развитии стран

Подсчитано, что в настоящее время в мире функционирует около 750 институтов развития, преимущественно банков. Заметную роль играют банки развития в реструктуризации экономик даже таких крупных стран, как Германия, Япония, Китай, Италия, Индия, Бразилия. Это означает, что добиваться оптимальных пропорций в экономике только рыночными методами зачастую недостаточно продуктивно. Особенно эффективны, полезны банки развития в условиях восстановления, переустройства, модернизации экономики, когда необходима концентрация ресурсов для решения ключевых задач.

В целом можно выделить две принципиальные модели их деятельности. В индустриальных странах с развитым денежным рынком и достаточно диверсифицированной кредитно-банковской системой операции государственных финансовых институтов изначально стали ориентироваться на создание условий, обеспечивающих равные возможности доступа к коммерческим кредитам со стороны экономических субъектов. В этих рамках их основная функция заключалась в предоставлении дополнительных гарантий по коммерческим кредитам с повышенной степенью риска и субсидий заемщикам с ограниченной платежеспособностью (малый и средний бизнес).

В развивающихся странах на банки развития были возложены более широкие функции. В большинстве стран они играли по существу одну из главных ролей в политике государства по становлению и развитию базовых отраслей промышленности, сельского хозяйства, производственной инфраструктуры. В современной финансовой стратегии развивающихся стран значение государственных институтов развития несколько снизилось (в том числе и в силу повышения потенциала и совершенствования деятельности частных коммерческих банков). Однако в большинстве случаев они сохранили свое значение в решении как народнохозяйственных, так и социальных проблем.

Ведущие зарубежные институты развития создавались в форме и госкорпораций (Германия, Япония), и госпредприятий (Бразилия, Мексика), и госучреждений (Китай, Канада), и акци-

онерных обществ со 100-процентным госучастием (Южная Корея). Но если в процессе эволюции банки развития стран Азии были преобразованы в акционерные общества, а в отношении некоторых встал вопрос и о приватизации, то институты Америки и Европы сохранили статус госкомпаний.

Во многих странах, где функционируют банки развития, признано целесообразным создание сети банков, которые специализируются на поддержке определенной отрасли или сферы деятельности. Широко практикуется такая система организации банков развития в Мексике, Бразилии, Чили и ряде других стран. Крупнейший немецкий банк развития KfW организован в форме холдинга из пяти специализированных банков.

17 мая 2007 г. в РФ был подписан Федеральный закон «О банке развития» № 82-ФЗ. В соответствии со ст. 3 данного Закона: «Внешэкономбанк действует в целях обеспечения повышения конкурентоспособности экономики Российской Федерации, ее диверсификации, стимулирования инвестиционной деятельности путем осуществления инвестиционной, внешнеэкономической, страховой, консультационной и иной предусмотренной настоящим Федеральным законом деятельности по реализации проектов в Российской Федерации и за рубежом, в том числе с участием иностранного капитала, направленных на развитие инфраструктуры, инноваций, особых экономических зон, защиту окружающей среды, на поддержку экспорта российских товаров, работ и услуг, а также на поддержку малого и среднего предпринимательства».

Уставный капитал нового банка был сформирован путем объединения имущества Внешэкономбанка, а также находящихся в федеральной собственности акций Российского банка развития (РосБР) и Российского экспортно-импортного банка (РосЭксимбанк) и имущества, передаваемого Правительством РФ.

С началом мирового финансового кризиса, разгоревшегося осенью 2008 г., ВЭБ активно участвовал в реализации антикризисных мер правительства РФ, в частности, в рефинансировании внешней задолженности российских компаний, в выдаче субординированных кредитов, в управлении частью средств Фонда национального благосостояния.

Таблица 2.3
Доля государственного капитала
в банковской системе России, в % на 1 января

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Доля КО с участием государства в капитале банковской системы	34,4	28,4	28,0	33,8	32,4	40,8	47,2	48,8
Доля КО с участием государства в совокупных банковских активах	37,5	36,0	38,1	40,7	37,8	39,2	40,6	43,0
Количество КО с участием государства*, ед.	23	20	21	32	31	24	18	27

*Кредитные организации, более 50% капитала которых принадлежит государству. Рассчитано по данным Банка России.

до 60%, тогда как, например, в Германии эта цифра неизменно составляет 200%, а в Восточной Европе – от 80% до 100%.

В этой связи особенно хотелось бы обратить внимание на меняющуюся роль российского банковского сектора. С точки зрения российских властей, которые в разгар кризиса 2008 г. были вынуждены существенно сократить объем официальных резервов для оказания помощи российским компаниям в обслуживании их внешнего долга, важнейшим уроком кризиса стало понимание необходимости развития сильной национальной финансовой системы, которая была бы в состоянии обеспечивать национальные компании долгосрочными кредитными ресурсами. Это могло бы снизить

зависимость российской экономики от внешних рынков капитала и, соответственно, уменьшить влияние возможных негативных факторов на этих рынках (о системной слабости банковского сектора России см. Приложение Б). Тогда необходимость в значительной господдержке различных секторов экономики в периоды кризисов, подобных нынешнему, могла бы резко снизиться.

Однако перспективы создания сильного и конкурентоспособного национального банковского сектора зависят не только от желания властей или банкиров. Важнейшей предпосылкой является также создание определенных макроэкономических условий для развития банков и роста долгосрочного кредитования. Таким условием, прежде всего, является снижение уровня инфляции, поскольку именно из-за высоких инфляционных ожиданий ставки по долгосрочным кредитам в России продолжают оставаться на высоких уровнях, что в итоге подталкивает многих российских заемщиков к поиску источников финансирования за рубежом. Российские банки, таким образом, лишаются наиболее качественных заемщиков и вынуждены брать на себя дополнительные риски при кредитовании, что негативно сказывается на условиях кредитования для остальных категорий заемщиков.

Глава 3. Роль структуры собственности и конкуренции в эффективности функционирования банковского сектора

Есть подтверждение тому факту, что структура собственности банков и других финансовых институтов в развивающихся странах играет решающую роль в эффективности функционирования её банковской системы. Многие государства ограничивают участие иностранцев во владении банками, тогда как само государство участвует в капитале многих банков. Наоборот было бы гораздо лучше.

Банки под контролем иностранных собственников – всего лишь определенная форма прямых иностранных

инвестиций. Поэтому финансовый сектор страны получает от иностранных участников такой же эффект, как страна в целом от прямых иностранных инвестиций. И речь здесь идет не только о притоке капитала, но и о внедрении новых технологий, управленческой практики, не говоря уже о положительном эффекте от возросшей конкуренции.

С приходом иностранных компаний облегчается работа финансовых регуляторов, так как иностранцы приносят с собой новые и более высокие стандарты работы. Вряд ли государство будет спасать все банки поголовно при большой доле иностранного капитала в банковской системе страны. «Незастрахованные» вкладчики также будут чувствовать себя не так уверенно, что хорошо с точки зрения усиления дисциплины и контроля.

Прямые инвестиции в банковском секторе также помогают бороться с коррупцией. Банки с иностранным капиталом в меньшей степени поддаются коррупции, чем местные банки, так как они дорожат своей международной репутацией и подчиняются нормам, принятым в стране их происхождения. Они также заинтересованы в наблюдении за местными банками с целью выявления случаев коррупции, так как она является формой нечестной конкуренции, ставящей их в неравное положение.

Тем не менее, самое главное, что приносят с собой иностранные инвестиции в банковский сектор принимающей страны, – это диверсификация, хороший способ для снижения риска. Деятельность национальных банков в развивающихся странах в основном ограничивается внутренним рынком, и если экономика страны идет на спад, они несут большие убытки. Банки с иностранным капиталом имеют более обширное поле деятельности и в случае кризисных явлений могут обратиться за помощью в материнский банк. Кстати, последний кризис 2008 г. не подтвердил предположение, что доминирование иностранных банков может в случае негативного шока «обескровить» экономику, выводя оттуда деньги. Напротив, в тех странах, где доля иностранной собственно-

сти выше, они продемонстрировали большую устойчивость своей финансовой системы (страны ЦВЕ, ЮВА).

Сколь полезны прямые иностранные инвестиции для банковского сектора страны, столь вредна для него государственная собственность. Госбанки часто занимаются такими видами деятельности, которые бы вызывали много вопросов, если бы ими занимались частные банки. Например, связанные кредиты – не столько следствие, сколько цель государственного участия в банках (ради того, чтобы решения о выделении кредитов принимались не по экономическим, а по другим соображениям). Это означает, что госбанки заранее обречены на убытки, поэтому им нужна защита от конкуренции. Снисходительность различных органов к таким банкам не только возможна, но и является обязательным условием для их благополучия. Вкладчики и кредиторы этих банков не будут особо заинтересованы в контроле – ведь государство своим участием фактически гарантирует решение всех финансовых проблем банка. Есть данные о том, что в странах с самой высокой долей государственного участия в банках также самые высокие операционные расходы банков и самая высокая доля безнадежных долгов.

Страны с формирующимися рынками часто имеют высокую концентрацию госсобственности в банковском секторе. Кроме Северной Америки и Европы, существует несколько стран, где на госбанки приходится менее четверти банковских активов. Данные показывают сильную отрицательную корреляцию между долей банковских активов в государственных банках и величиной душевого дохода по странам²⁸. Среди стран СНГ наибольшую долю государства в банковской системе имеют такие страны, как Россия, Беларусь и Туркменистан (кстати, именно в этих странах наименьшая доля иностранных собственников, см. рис. 3.1).

Объясняя, почему госсобственность на банки так распространена, сторонники госконтроля утверждают, что правительства могут лучше распределять капитал на

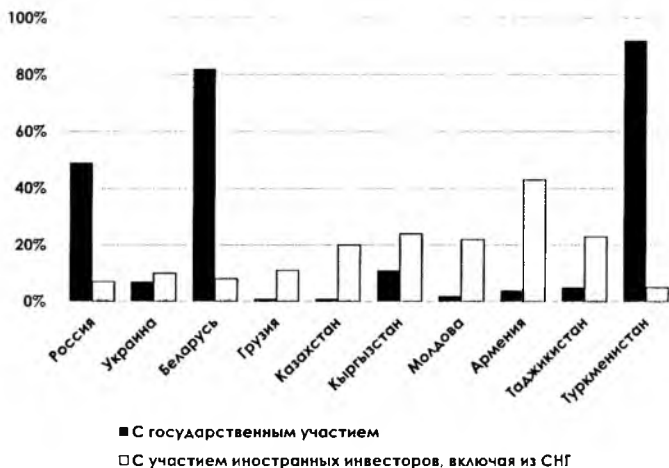


Рисунок 3.1. Уровни государственного и иностранного участия в банковских системах различных стран СНГ (конец 2003 г.)

Ист.: Центральные банки СНГ, Standart & Poor's

общественные нужды. Второй аргумент в пользу госконтроля – что с чрезмерной частной собственностью в банках доступ к кредиту окажется ограниченным и отрицательно скажется на развитии. И, третий, популярный аргумент – что частные банки более расположены к кризису, а государственная собственность оказывает стабилизирующий эффект на финансовую систему. Однако, более значительная госсобственность в банковском секторе связана с меньшими нормами сбережений и инвестиций и медленным ростом²⁹. Отсутствуют доказательства, что государственная собственность понижает вероятность банковских кризисов³⁰.

Кроме того, негативный эффект госсобственности проявляется на развивающихся рынках более сильно, чем в развитых странах. Рынки последних предоставляют больше

препятствий и противовесов для государственной собственности. Частично плохое функционирование госбанков проистекает от слабых внутренних стимулов. А в основном это связано с вмешательством политиков, поскольку госсобственность позволяет официальным лицам использовать банки для реализации своих интересов и предоставлять кредит своим сторонникам. Очевидно, что государственные банкиры сталкиваются с политическими конфликтами и результат – неудовлетворительное функционирование. Чтобы не конкурировать напрямую с частными банками, госбанки должны иметь специализацию – например, в Таиланде, Бразилии и Аргентине, услуги госбанков ориентированы на сельское хозяйство, малый и средний бизнес вне больших городов. Следует также отойти от политической установки, будто госбанки являются едва ли не единственной силой, способной выполнять задачи, возложенные на банки. Проблему устойчивости сектора следует решить за счет банковского надзора, а не за счет развития госбанков.

В некоторых странах со слабым развитием финансовых систем, сталкивающихся с экспансией иностранных банков, в какой-то мере сдерживающую роль играют государственные банки особого типа – банки развития. Фактически такие банки, предоставляя услуги, которые не может обеспечить частный сектор (например, долгосрочное кредитование или некоторые инвестиционные услуги), составляют конкуренцию иностранцам. И благодаря этому в государствах, где такие системы развиты, в значительной степени сохраняют позиции банки с национальным капиталом. В частности, в Бразилии, даже после открытия рынка, доля иностранных банков не превышает 35% в активах банковской системы³¹. В других латиноамериканских странах, где деятельность банков развития была свернута, доля иностранцев гораздо выше. Например, в Мексике, где участие банков развития в экономике было существенно сокращено, крупнейшие банки страны отошли иностранцам.

Приватизация банков. С отлаженными регуляторами, наблюдением и процедурой проведения, приватизация банков ведет к улучшению функционирования. Данные по приватизации 18 провинциальных банков в Аргентине с 1992 г. показывают, что баланс и отчеты о доходах вновь приватизированных банков приблизились к аналогичным частным банкам. Уменьшилось число невозвратных ссуд, издержки управления упали относительно их доходов и было предоставлено меньше кредитов государственным предприятиям. Пример Аргентины показывает, что приватизацию лучше проводить, когда прямые выгоды политиков от банков, такие как патронаж и субсидии своим сторонникам небольшие и когда налагаются финансовые ограничения на политических деятелей. Что касается провинциальных банков Аргентины, то потребовался кризис и внешняя финансовая помощь, чтобы вынудить местные власти изменить свой курс (Вставка 2).

Во многих случаях камнем преткновения к успешной приватизации было нежелание уступать мажоритарный контроль над банком частным агентам и нежелание позволить иностранцам приобретать банки. Среди стран переходной экономикой Венгрия в большей мере была готова передать контроль за банками иностранцам и эта страна показала наибольший экономический рост, чем её соседи. Польша первоначально отказывалась продавать иностранцам, а Чехия не спешила продавать контролирующие акции любому владельцу, внешнему или внутреннему. Последующие изменения в этих подходах объясняет следовавший рост³².

В средах, где регулирование и наблюдение слабое – что характерно для многих СФР – не стоит ожидать существенных сдвигов в собственности за короткий период времени. Это не значит, что они должны отказаться от приватизации. Страны должны проводить приватизацию постепенно, а правительство улучшать наблюдение. И это должно инициировать другие институциональные изменения. Приме-

ром может быть Мексика. Все банки в Мексике были национализированы в начале 1980-х гг. Политические силы, выступающие за национализацию, подчеркивали возможные злоупотребления концентрированной собственностью и это могло вызвать кризис в 1982 г. (и последовавший отток частных вкладов). Надеялись, что государственная собственность вместе с сильным рынком капитала, валютным контролем и кредитными субсидиями для общественных инвестиций и социальных программ уменьшит неустойчивость банковского сектора.

Однако госбанки вскоре стали финансировать бюджетный дефицит. Банки также прогрессивно теряли как свои навыки в оценке рисков, так и свой наиболее квалифицированный персонал. Начиная с 1988 г. с отменой контроля за процентными ставками и валютой, мексиканское правительство приступило к либерализации банковского сектора, кульминацией чего стала реприватизация банков в 1992 г.

Чтобы гарантировать успех широкомасштабной приватизации, власти должны были бы быть либо очень уверенными в своих возможностях регулирования и наблюдения, либо желали допустить к этому солидные иностранные банки. Но в Мексике этого не было. После масштабных банкротств, начиная с «Tequila Crisis» в 1994 г., правительство вмешивалось во многие банки и, в конечном счете, приступило ко второму раунду приватизации с допуском иностранных собственников. В 1999 г. Мировой Банк предоставил Мексике заём для реструктуризации банков (Bank Restructuring Facility Loan), чтобы помочь в разрешении кризиса. Заём помог оздоровить (реструктуризировать и реприватизировать) Banco Serfin, который был куплен Испанским банком Santander, и также облегчил слияния³³.

Опыт приватизации провинциальных банков в Аргентине

Можно привести совсем немного случаев, когда политики отказываются от государственного контроля за банками. Хороший пример в этом смысле дает Аргентина, где 18 принадлежащих государству провинциальных банков были приватизированы с 1992 по 1999 гг.

Во-первых, политики решились на приватизацию после того, как были ужесточены бюджетные ограничения и когда были доступны средства, чтобы оздоровить банки-банкроты. Усиление бюджетных ограничений были результатом принятия Convertibility Plan и ревизии Устава Центрального Банка. Согласно плану, главная задача ЦБ – защитить свою валюту. Это означало, что местные правительства лишались займов в провинциальных банках. А полномочия ЦБ как кредитора последней инстанции были существенно ограничены. А это значит, что местные банки должны поддерживать доверие вкладчиков только за счет собственных сил.

Во время «Tequila Crisis», который начался в конце 1994 – начале 1995 г., более слабые банки в Аргентине – включая и провинциальные – подверглись массовым изъятиям депозитов. Чтобы поддержать ликвидность, эти банки получили краткосрочные займы у других банков (г. о., Banco de la Nacion). Однако, после кризиса большинство провинциальных банков не смогли оплачивать эти займы, а некоторые оказались даже неплатежеспособны. Федеральное правительство с помощью Межамериканского банка развития и МБРР создали фонд Fiduciario, который предоставил долгосрочные займы провинциям, а те, в свою очередь, согласились приватизировать банки. Полученные средства были использованы, чтобы погасить краткосрочные облигации. Так их балансы были «очищены» еще до приватизации.

Приватизация неблагополучных банков произошла еще ранее. Но изменения согласно Convertibility Plan и ревизия Устава ЦБ, вместе с Tequila Crisis и создание Fondo Fiduciario способствовали сдвигу в структуре собственности в банковском секторе Аргентины. Периоды кризисов могут предоставлять подобные возможности и в других странах с высокой долей госсобственности в банковском секторе.

Иср.: Clarke G., Cull R. Why Privatize? The Case of Argentina's Public Provincial Banks // World Development. 1999. No.27(5). P.867–888.

3.1. О роли конкуренции и консолидации в банковском секторе

В большинстве стран с развивающимися рынками не существует альтернативных финансовых рынков и институтов. Таким образом, банки, занимающие доминирующее положение на финансовом рынке, являются основными поставщиками кредитов для финансирования производительных инвестиций и других форм бизнеса, ведущегося за счет заемных средств. Кроме того, вследствие многолетней практики государственного вмешательства и введения других ограничений на собственность банков во многих развивающихся экономических системах сохраняется высокий уровень концентрации в банковском секторе.

Подавленная конкуренция и высокий уровень концентрации при наличии рыночной олигархической структуры могут снижать эффективность банковских операций по двум причинам. Во-первых, в отличие от свободной конкуренции, ограниченная конкуренция повышает ставку банковских кредитов. Во-вторых, банки-монополисты получают более высокую банковскую маржу за счет введения более высоких процентных ставок по ссудам и более низких ставок по депозитам. Ограниченная конкуренция и концентрация в банковской отрасли могут быть источником злоупотреблений – так называемой «закулисной активности» – внутри банковского сектора. На практике среди причин банковских проблем в развивающихся странах многие эксперты упоминают неэффективное управление и даже явное мошенничество.

Основной тенденцией развития финансовой индустрии последнего десятилетия является снижение значимости традиционного банковского сектора. Благодаря растущей легкости входа и однотипности финансовых продуктов заметно выросла банковская конкуренция как в развитых, так и в развивающихся экономиках. Слияния и поглощения (СлП) являются методом консолидации активов через передачу права собственности и просто необходимы для выживания обоих партнеров.

Причем этот процесс идет не только между банками, а также с участием небанковских финансовых компаний как внутри, так и с участием зарубежных партнеров как способ построить глобальную розничную сеть. Далее рассмотрим, как происходила эволюция финансовой рыночной структуры в СФР, а также консолидация их банковской системы. В СФР консолидация происходит всякий раз, когда страны сталкиваются с проблемами, вызванными финансовым кризисом. Часто этот процесс обусловлен не рыночными силами, а инициируется финансовыми властями сверху.

Результаты исследователей из МБРР Р. Гелоса и Дж. Ролдоса свидетельствуют о качественной трансформации банковской системы в разных странах, начиная с середины 1990-х гг. Во-первых, это заметное уменьшение числа банков, которое сопровождается процессом консолидации и рыночной концентрации³⁴.

Измерением для рыночной концентрации служат также следующие показатели: доля первых трех крупнейших банков в общей величине банковских депозитов; индекс Херфиндаля-Хиршмана³⁵. В 1990-е гг. (вторая половина) произошло заметное снижение рыночной концентрации в странах ЦВЕ, поскольку бывшие крупные государственные банки уступили часть рынка более динамичным средним по величине банкам. Эти страны проводили достаточно либеральную политику по допуску новых банков, которые быстро отвоевывали рыночную долю у больших неэффективных неповоротливых госбанков. Государственные банки проводили расчистку своих активов, прежде, чем были приватизированы. Процесс консолидации происходил путем присоединения слабых банков к сильным, поэтому в целом происходило оздоровление банковской системы, в т.ч., за счет допуска иностранных банков.

Снижение рыночной концентрации в азиатских экономиках (особенно в Республике Корея и Малайзии) происходило особенно интенсивно после финансового кризиса 1997–1998 гг. Это хорошо видно по доле в общих депозитах первых десяти банков, а также снижению индекса НН. И все это происходило

при активном участии властей. В Филиппинах и Таиланде денежные власти почти не вмешивались в этот процесс, в котором в основном были задействованы рыночные силы.

Число банков в странах Латинской Америки также уменьшалось после финансового кризиса (с середины 1990-х гг.), однако одновременно произошло возрастание рыночной концентрации (Бразилия, Аргентина). В Мексике процесс консолидации имел больший прогресс, чем в других странах Латинской Америки. В то же время, индикатор рыночной концентрации в банковской индустрии возрос. Р. Гелос и Дж. Ролдос считают, что «консолидация в банковских системах СФР не повлияла на снижение конкуренции». Если слияния и поглощения руководствуются экономией на масштабе, то возросшая концентрация предполагает улучшение эффективности. К тому же, более крупные банки могут держать более диверсифицированный портфель активов, и это содействует стабильности. Большие банки могут быть слишком большими, чтобы лопнуть («too big to fail») или слишком большими, чтобы обязать их к дисциплине со стороны супервизоров. Это значит, что они могут допускать чрезвычайный леверидж и держать более рискованные активы, чем небольшие банки, так как они в большей мере полагаются на оказание им помощи политиками, когда неблагоприятные шоки могут подорвать их платежеспособность.

Концентрированная система может быть конкурентной, если она обеспечивает потенциал для входа и выхода и рыночной дисциплины. К тому же, более значительная концентрация мало связана с эффективностью банковского сектора, развитием финансов и промышленной конкуренцией. Анализ данных по банкам из 80 стран показывает, что концентрация мало воздействует на доходность банков или маржу³⁶.

Процессы концентрации и консолидации наблюдаются и в России. Но здесь консолидация идет на фоне укрупнения государственных банков, которая одновременно вытесняет частные и иностранные банки с рынка (рис. 3.2).

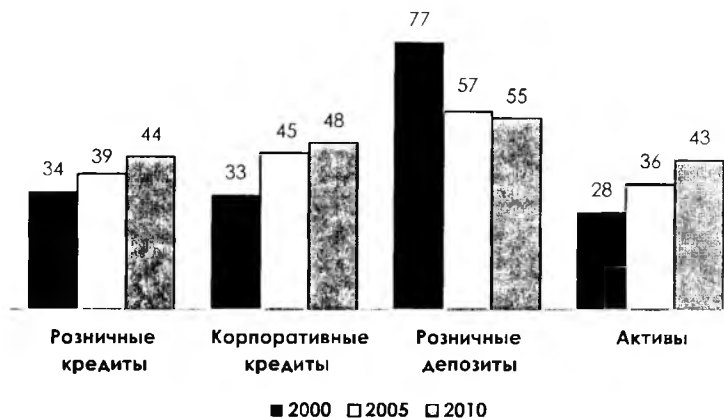


Рисунок 3.2. Доля государственных банков в банковской системе РФ, в %

В России слияния банков редки, потому что коммерческая рыночная часть операций банков в России является не главной составляющей их операций. Пока собственникам банков выгоднее не сливаться, образуя банки, способные конкурировать со Сбербанком на равных, а работать с «кэптивными» («карманными») банками, получая от этого выгоды совсем иного рода. Прогрессивным процесс консолидации видится как раз среди «кэптивных» банков, что могло бы частично решить проблему повышенной концентрации рисков банков на бизнесе собственников. При такой консолидации банковский бизнес становится более диверсифицированным.

Что касается регулятивных стимулов такой консолидации, то им может быть, например, более высокая оценка рисков бизнеса с высокой концентрацией по сравнению с неконцентрированным бизнесом. В конце 2010 г. российское правительство объявило о намерении активизировать процесс приватизации государственных банков. Продажа части пакета акций Сбербанка России (около 9%) и ВТБ (10%), делается не только с фискальной целью (пополнить доходы казны), но

и для повышения инвестиционной привлекательности для внешних инвесторов. Все это может быть залогом того, что политическое влияние на банки снизится и их нерыночные возможности сократятся. Улучшая рыночную среду и двигаясь по пути разгосударствления банков, можно постепенно решать проблему политического давления и конкуренции на банковском поле.

Хотя процесс консолидации и прогрессирует в СФР, однако предстоит еще многое сделать в этом направлении. Кредитная система в этих экономиках представлена большим числом депозитных учреждений (сберегательные банки, ОВК, строительные общества, ССА, кредитные союзы, почтовые банки и финансовые компании). Эти компании также нуждаются в рационализации и консолидации.

Процессы консолидации в финансовом секторе, прежде всего, путем слияний и поглощений в СФР, часто инициируются сверху, а не рыночными силами. Как следствие этого процесса – общее количество банков снижается во всех регионах СФР и также снижается уровень рыночной концентрации. Исключением является лишь страны Латинской Америки и некоторые страны СНГ (в настоящее время практически половина капитала банковской системы РФ сконцентрировано в первой пятерке государственных банков).

3.2. Угроза системной нестабильности банковского сектора в СФР

Предшествующий опыт показывает, что системная нестабильность в банковском секторе развивающихся стран и стран с переходной экономикой может возникать в результате широкого спектра микроэкономических дефектов и институциональных просчетов. Следует отметить, что те же микроэкономические дефекты и институциональные просчеты могут стать препятствием и для банковского регулирования и надзора в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Рассмотрим следующие факторы.

альные дефекты рыночных механизмов связаны с проблемами асимметрии информации, ограниченный доступ к информации в развивающихся странах представляет собой особенно серьезную проблему. Отсутствие необходимой информации в банковской отрасли может привести к двоякого рода последствиям. Во-первых, оно ограничивает масштабы банковской деятельности, усугубляя проблемы, связанные с рискованным выбором на кредитных рынках. Во-вторых, отсутствие у вкладчиков механизмов отслеживания уровня риска, которому подвержены их банки, приводит к чрезмерным рискам в банковском секторе.

Банки способны снижать остроту проблем, связанных с рискованным выбором, поскольку, устанавливая долгосрочные кредитные отношения, они получают доступ к информации и преимущества в оценке кредитоспособности заемщиков. Осуществляя мониторинг и вводя ограничительные условия, банки также могут более эффективно, чем индивидуальные кредиторы, решать проблемы, связанные с моральным ущербом. Как отмечал Ф. Мишкин, банки играют наиболее важную роль в финансовых системах всего мира, поскольку в силу своего положения они способны эффективно решать проблемы, связанные с рискованным выбором и моральным ущербом на финансовых рынках³⁷.

Роль банков как источников информации может быть особенно важной в тех развивающихся странах и странах с переходной экономикой, где кредиторы не обладают достаточными возможностями для оценки кредитоспособности заемщиков. Тем не менее, отсутствие полномасштабной информации также ограничивает возможности банков в проведении кредитной оценки. По мнению многих экспертов, страны с формирующейся экономикой значительно отстают от промышленно развитых стран в том, что касается действующих систем бухгалтерского учета, требований к раскрытию информации и законодательно-правовых нормативных актов. Следует отметить, что недостатки в организации бухгалтерского учета, предостав-

лении информации и соблюдении законодательных норм подрывают действенность рыночных дисциплинарных мер и затрудняют деятельность банков по внутреннему управлению рисками.

Отсутствие необходимой информации в развивающихся странах может также лишать вкладчиков возможности контролировать уровень риска, которому подвержены их банки. Когда вкладчики хорошо информированы об уровне банковских рисков, они могут воздействовать на рисковую политику банков с помощью рыночных механизмов, требуя повышения ставок по депозитам соответственно повышению степени риска. Отсутствие же достаточной информации ограничивает возможности вкладчиков по использованию рыночных мер дисциплинарного воздействия на управление рисками в своих банках и тем самым создает предпосылки для неэффективного и неосмотрительного ведения банковских операций.

Баланс между государственным вмешательством и рыночной дисциплиной. Авторы многих научных исследований усматривают в государственном вмешательстве в дела банков одну из главных причин банковских кризисов, которым подвержены развивающиеся страны. Нередко банки вынуждены направлять кредиты в те или иные сектора экономики без предварительной оценки рисков, а иногда – брать деньги в долг за рубежом, подвергаясь валютному риску. Одновременно эти банки обеспечиваются защитой от кредитного риска и конкуренции. Все это существенно подрывает действенность рыночных дисциплинарных мер, призванных обеспечивать высокую эффективность работы банков (см.: Системная слабость банковской системы Южной Кореи накануне банковского кризиса в 1997 г. в Приложении Б).

В странах с переходной экономикой, чьи банковские системы в социалистический период были монобанковскими или полностью находились в государственной собствен-

ности, банки еще не накопили опыта профессиональной оценки кредитоспособности заемщиков. В условиях централизованного планирования банки просто направляли кредиты туда, куда им было приказано, в результате чего они оказались практически не готовы преобразоваться в рыночные банковские системы.

Хотя процесс приватизации и либерализации часто ассоциируется в переходных экономических системах с банковской нестабильностью, вызываемой упразднением ранее действовавших механизмов государственной защиты, препятствия созданию политически независимых банковских систем, если растягивать этот процесс во времени, может обернуться коллапсом банковской системы. Система частной собственности, при которой вкладчики несут ответственность за потери банков, повышает действенность рыночных дисциплинарных мер. Как отмечалось ранее, усиление системы корпоративного управления также может способствовать укреплению банковской стабильности благодаря усилению внутреннего контроля за ведением банковских операций. Давая вкладчикам возможность использовать свое право назначать компетентных управляющих и контролировать риск-менеджмент, корпоративное управление способствует повышению уровня осмотрительности при совершении банковских операций.

Конкуренция дополняет систему мер банковского регулирования и надзора за стабильностью финансового положения банков двумя путями. Во-первых, усиление конкуренции позволяет потенциальным инвесторам и вкладчикам избегать банков, не имеющих надежной системы управления. Таким образом, более острая конкуренция создает стимулы для создания эффективной институциональной схемы управления и повышает ответственность рыночных механизмов регулирования. Из этого следует, что создание надежной системы надзора со стороны владельцев и других вкладчиков банка помо-

гает широкому распространению проверенных методов риск-менеджмента и прочих полезных элементов банковской деятельности.

Во-вторых, рыночные меры воздействия могут не только стимулировать банки к осмотрительному ведению дел, но и прививать персоналу необходимые умения и навыки работы в банковской и финансовой сферах. Усиление конкуренции способно заставить банки соревноваться между собой в эффективном управлении рисками с целью заслужить уважение на рынке. Кроме того, использование передовых информационных технологий и новшеств, разработанных в ходе дерегулирования и либерализации финансовой сферы, будет служить совершенствованию механизмов управления рисками и укреплению стабильности банковской системы при наличии необходимых рыночных стимулов.

Слабый пруденциальный надзор. В большинстве стран контроль и надзор являются основой мониторинга. Также как и владельцы, кредиторы банка и контролеры нуждаются в правильных стимулах. В СФР экономическая среда более изменчива, с меньшим числом формальных финансовых институтов, которые контролируются властями. И очень трудно обсуждать контролируемые инициативы независимо от политики, так как регулирующие агентства очень редко бывают независимыми³⁸.

Надлежащее функционирование органа наблюдения требует независимости от политического давления. В большинстве стран наблюдение за финансовыми институтами находится в компетенции центрального банка, самого независимого органа в системе. Согласно отчету Института Международных Банкиров по 70 странам в почти одной трети странах такое наблюдение отделено от функций центральных банков. Стирание границ между финансовыми услугами ведет к растущей тенденции консолидировать наблюдение за всеми финансовыми институтами под

Вставка 3

Институциональные решения для банковского наблюдения

Хотя число единых контролирующих агентств (ЕКА) растет, они все еще являются исключением. Они в основном охватывают пруденциальные функции, но могут также охватывать функции надзора за потребителями и конкурентоспособностью. Фокусируясь только на пруденциальном надзоре, можно изложить несколько аргументов в пользу таких агентств и ряд трудностей.

Стирание границ на рынке финансовых услуг консолидируют и интегрируют подходы к регулированию и наблюдению;

Появление финансовых конгломератов, побуждаемое экономией на масштабе и охвате, требует единого регулирующего подхода;

Возможна экономия на масштабе и охвате в регулировании и наблюдении, поскольку экономятся издержки разделения информации и координации;

Учреждение ЕКА может быть способом создания института, более независимого, профессионального и изолированного от политического давления, чем существующие структуры;

Единое регулирующее агентство может также уменьшать издержки регулирования для финансовых учреждений, так как у них не будет необходимости взаимодействовать с несколькими агентствами

ЕКА также имеют некоторые концептуальные недостатки. Они могут быть слишком трудными для управления и уязвимыми к политическому фаворитизму. Специализация и конкуренция между контролируемыми органами рассматривается как средство избежать всеобъемлющего регулирования и избавиться от ненужного (излишнего) регулирования.

ЕКА могут создавать впечатление, что более значительное число финансовых институтов влияет на системный кризис, чем это на самом деле.

Ист.: Claessens S., Klingebiel D. *Alternative Frameworks for the Provision of Financial Services: Economic Analysis and Country Experiences*, Wash., 2000.

управлением одного наблюдательного агентства. Потенциальные недостатки единого агентства включают трудности в сохранении независимости и устраняет полезную конкуренцию между контролерами (Вставка 3).

Другой вопрос – включить ли пруденциальный надзор, как и монетарную политику, в обязанности центрального банка. Наиболее общая критика совмещения денежной политики и наблюдения в том, что это может породить конфликт интересов. Центральный банк может отказаться от повышения процентных ставок, чтобы сдержать инфляцию перед угрозой, что это повредит банкам. Однако, та информация, которую требуют супервизоры, может быть использована, чтобы улучшить предсказание будущих финансовых проблем и экономического развития. Независимо от институциональных установок, независимость супервизоров в их регулирующих функциях и разделение обширной информации между денежными властями и органами наблюдения очень важно для эффективного наблюдения.

Международные стандарты. Ответом на финансовые кризисы последних двух десятилетий стало создание международных стандартов в банковском регулировании и наблюдении. Стандартизация в этом может быть полезна, так как это сокращает информационные проблемы и улучшает доступ институтов из СФР в международную финансовую систему³⁹. Например, ко времени принятия Базельского Соглашения 1988 г., которое рекомендовало минимальное значение достаточности капитала (взвешенного с учетом риска) равное 8%, были страны, которые даже не имели требований к капиталу. К 1999 г. наряду с растущей открытостью и связями с международными рынками, только 7 из 103 обследуемых стран имели минимальные соотношения по капиталу свыше 8%, а подавляющее большинство стран заявили об установлении пропорций капитала в соответствии с рекомендациями Базеля⁴⁰.

Однако, несмотря на все усилия, в общем трудно обеспечить контролеров надлежащими стимулами, так как они имеют множество целей. Возможное решение – введение правил, чтобы «связать руки» супервизорам и ограничить им свободу действий через принуждение к «немедленным корректирующим действиям», которые должны последовать при особых обстоятельствах. Например, в случае с неустойчивыми банками, стало общим местом рекомендовать этим странам принять быстрые корректирующие действия – интервенционистский подход, аналогичный тому, который введен в американском законодательстве. Такой подход требует публично объявленных шагов, вызванных ухудшением банковских показателей, таких, как: нормативы достаточности капитала; падение банковского капитала ниже минимального уровня (но когда он еще положительный); и рыночной стоимости капитала (по учету и отчетности).

Оппоненты этого подхода оспаривают, что в условиях усложнения финансовых рынков мониторинг риска финансового учреждения требует более значительной свободы действий (действовать по усмотрению). Негибкие правила могут затруднять возможность властей осуществлять наблюдение.

Еще одна проблема – применение этих правил в бедных странах осложнено из-за недостатка соответствующей информации. Например, капитал трудно поддается оценке. В этих случаях может быть необходимы более простые индикаторы – такие, как неспособность делать платежи, которые легче отслеживать и что делает несоблюдение очевидным. Такие правила могут принести большую прозрачность и независимость контроля и быть особенно подходящими там, где качество наблюдения очень плохое.

Глава 4. Опыт либерализации финансового сектора в странах с формирующимися рынками в условиях финансовой глобализации

Общее количество ограничений по доступу на рынок и по предоставлению национального режима, действовавших в мировой торговле финансовыми услугами в середине 1990-х годов – до принятия договоренностей о либерализации финансовых услуг в рамках Генерального Соглашения по торговле услугами (ГАТС), превышало 11 тыс. Из них преобладающая часть приходилась на долю банковских услуг. Большинство стран устанавливало законодательные ограничения на деятельность зарубежных банков.

Первоначально сдвиг в сторону интернационализации финансового посредничества затронул государства со зрелой рыночной экономикой (1980-е гг.). Затем на протяжении последних примерно 15 лет финансовые рынки многих развивающихся стран и стран с переходной экономикой в той или иной степени начали открываться для внешних участников. В первую очередь, данное явление проявилось в экспансии иностранных банков, выражаемой в увеличении их доли в активах и капиталах национальных банковских систем. Особенно отчетливо эта тенденция отмечалась в странах Восточной Европы и Латинской Америки. В меньшей степени этот процесс затронул страны Азии и Африки.

Финансовая глобализация имеет свои выгоды, но, в то же время, увеличивает риски. Большинство СФР не в состоянии обойтись без выгод от доступа к глобальным финансам, включая пользование услугами иностранных финансовых фирм. В этом разделе рассматривается влияние допуска иностранных банков на развитие банковской индустрии.

4.1. Эффект глобализации на финансовую систему

ТНК и глобальные сети их филиалов воздействуют на поведение банков, поскольку они идут вслед за своими клиентами. Это так называемый выталкивающий фактор – действовать глобально в тендеме с ТНК⁴¹. Этим и объясняется



	1995	2002
Европа и Центр. Азия	13,0	35,7
Армения	н/д	59,1
Беларусь	0,0	9,5
Болгария	8,2	51,7
Эстония	80,7	72,7
Грузия	н/д	36,2
Казахстан	12,6	20,0

	1995	2000
Кыргызстан	н/д	20,8
Литва	18,9	91,3
Молдова	н/д	18,3
Румыния	0,0	26,5
Россия	2,0	15,6
Словакия	8,7	81,5
Украина	0,0	6,8

Рисунок 4.1. Присутствие иностранных банков в некоторых странах и регионах СФР в 1995–2002 гг., доля иностранных активов в совокупных банковских активах, в %

Ист.: Beyond Transition¹².

географическая экспансия глобальных банков в те регионы, куда идет основной поток инвестиций в СФР. И, в свою очередь, они оказывают определенное влияние на банковскую систему этих стран.

Глобализация воздействует на структуру финансовой системы СФР в её переориентации от банковско-ориентированной к рыночно-ориентированной. В этот период рынок капитала быстро расширяется, становится более ликвидным и эффективным. Меняется поведение эмитентов с высоким рейтингом: традиционному банковскому кредитованию они постепенно отдают предпочтение размещению на рынке коммерческих бумаг и облигаций. Предпочтения в размещении сбережений также переходят от традиционных банковских депозитов к различным конкурирующим финансовым посредникам, например, взаимным фондам.

С расширением финансовой глобализации акции финансовых и нефинансовых институтов привлекают все более широкие слои инвесторов. Новая генерация акционеров не только географически широко представлена, но гораздо моложе и финансово грамотнее. Они будут предъявлять требования к более высоким и унифицированным стандартам корпоративного управления в акционерных компаниях. Концепция «стоимости компании» с её показателями доходности активов (ROA) и капитала (ROE) становится все более распространенной, чем ранее.

Крупнейшие фондовые биржи разных стран сейчас образуют глобальную сеть тесно взаимодействующих рынков, а информационные технологии облегчают доступ на эти рынки участникам из СФР. Такие страны, как Чили, Корея, Тайвань быстро интегрируются в эти рынки. Фондовые рынки в Корее и Тайване отличаются высокими объемами товарооборота.

Развитие внутренних фондовых рынков все больше будет зависеть от институциональных условий, в т.ч., законодательных, особенно, системы защиты прав миноритариев. Это условие необходимое, но недостаточное. Во-вторых, необходимы макроэкономическая стабильность и наличие институциональных инвесторов. В третьих, необходимо развитие других сегментов финансовых рынков, а также доступ на рынки иностранных инвесторов.

4.1. Трансграничная консолидация банков

Вследствие дерегулирования финансового сектора все большая часть активов национальных банков в СФР переходит под контроль иностранных банков. До 1980 г. вход иностранных банков в эти экономики был ограничен и затем ограничения были сняты и активность иностранных банков в экономиках заметно возросла в 1990-е гг. Вход осуществлялся либо в виде создания зарубежных подразделений (филиалов), дочерних банков или даже местных штаб-квартир. В структуре почти каждого крупнейшего транснационального банка находятся активы из развивающихся стран. Банковские рынки этих стран в данном случае играют «роль второго плана» в процессе передела мирового банковского рынка. Но все же, эта роль довольно значительна в условиях острейшей борьбы за позиции на глобальном финансовом рынке и она возрастает.

Интересный пример трансграничной консолидации между банками из развитых стран и финансовыми институтами из СФР – приобретение большой доли акций в банковском секторе стран Латинской Америки со стороны испанских банков. Первоначально страны Латинской Америки пытались воспроизвести модель банковского розничного бизнеса, существующего в Испании, путем присоединения местных банков к испанским. Затем, испанские банки стали также приобретать активы частных пенсионных фондов в этом регионе (так было в Аргентине, Бразилии, Чили и Колумбии, Мексике, Перу и Венесуэле).

Таким образом, через слияния и поглощения финансовая глобализация прокладывает себе дорогу. В странах ЦВЕ в 2000 г. доля иностранных банков в совокупных активах и капитале составляла около $\frac{1}{3}$; десятилетием ранее их доля была только 7%. Поэтому их банковская система рассматривается как одна из самых открытых в мире (рис. 4.1).

В Восточной Европе доля банковских активов, контролируемая иностранными банками, выросла с 8% в 1994 г. до 70% в 2004 г. В странах Латинской Америки рыночная доля иностранных банков увеличилась также с 7% в 1990 г. до

40% в 2000 г. В некоторых крупнейших странах Латинской Америки под контролем иностранных финансовых институтов сегодня находится больше половины всех банковских активов. Например, в Мексике доля банковского сектора, принадлежащая иностранным кредитным организациям, превышает 80 процентов⁴³.

Как показало проведенное исследование, в крупнейших странах Латинской Америки – Бразилии и Мексике, а также в странах Восточной Европы (в Польше, Чехии и Венгрии) либерализация банковского сектора способствовала росту его капитализации, ужесточению конкуренции и снижению доли плохих ссуд в кредитных портфелях. Однако не всегда оправдывались ожидания властей в том, что касается глубокого технического развития банков, появления новых продуктов, ощутимого снижения стоимости услуг и возросшего предложения свободных денег в экономике страны.

Наличие ограничений на допуск банков ограничивает конкуренцию и сохраняет низкую эффективность, более высокие процентную маржу и издержки⁴⁴. Было также установлено, что присутствие глобальных финансовых институтов способствует укреплению финансовых систем СФР и снижает вероятность финансового кризиса, а также повышает общую системную эффективность⁴⁵.

В Азии иностранные банки увеличили свое присутствие в этот же период: в Филиппинах с 9% до 15%; в Таиланде – с 5% до 12%. Однако, местные банки потеснили иностранные в Гонконге (их доля снизилась с 89% до 72%) в Сингапуре (с 89% до 76%). Также, в Малайзии их присутствие снизилось с 24% до 18% благодаря предпринятым попыткам по реструктуризации банковского сектора в последней половине 1990-х гг. В целом, Азия стала более открытой для иностранных банков, а Индонезия, Корея, Таиланд повысили планку присутствия иностранных банков в капитале местных банков почти до 100%, в Филиппинах эта доля доходит до 50%. Напротив, Малайзия пыталась ограничить долю иностранной собственности во внутренней банковской системе квотой в 30 процентов⁴⁶.

Еще в 1996 г. степень финансовой открытости варьировалась среди стран ЮВА. Больше количество ограничений было в Корее, Малайзии и Таиланде. После финансового кризиса в 1997 г. ограничения на приобретение большей части собственности местных банков были практически сняты в Индонезии, Корее и Таиланде⁴⁷.

Во второй половине 1990-х гг. Венесуэла, Аргентина, Чехия, Польша, Чили и Венгрия либерализовали свою внутреннюю банковскую систему с допуском иностранных банков. Это привнесло новое качество в предоставлении финансовых услуг и расширило их перечень. Следовательно, национальные или региональные финансовые институты должны были также перестраиваться в ответ на это. Они должны были предложить или параллельные продукты или лучшую цену на них, чтобы остаться на рынке. Они должны были больше внимания уделять менеджменту и эффективности операций.

Как показывают данные, присутствие иностранных банков в кризисные годы не снижалось, а после окончания кризисного периода даже значительно возросло. Это означает, что после кризиса, вероятно, иностранные банки приобретали дешевые – скорее всего, неблагополучные – активы местных банков, и это рассматривалось регулирующими и контролирующими органами как выгодные сделки.

В ситуации банковских кризисов на развивающихся рынках, местные банки, сталкиваясь с резким падением своей стоимости, тем не менее, становятся привлекательными для банковских инвестиций из развитых стран. В то же время, продажа банков инвесторам из развитых стран зачастую рассматривается как способ преодоления банковского кризиса в экономике, восстановления функционирования банковской системы.

Такое проникновение происходит и в виде приватизации государственных банков, поскольку правительства не в состоянии реанимировать банковскую систему самостоятельно. Недаром периоды банковских кризисов совпали с массированным проникновением иностранного банковского капитала из развитых стран в развивающиеся.

4.2. Опыт вхождения иностранных банков на рынки стран с формирующимися рынками

Приход иностранных банков на новый рынок может осуществляться двумя путями-либо за счет роста на собственной основе, либо в результате приобретения действующего местного банка. В Восточной Европе в том или ином сочетании применялись обе эти стратегии. При этом общая закономерность такова: там, где правительство поставило себе цель как можно быстрее приватизировать банковский сектор, были сделаны крупные приобретения. Там же, где приватизация шла труднее и медленнее, происходил рост иностранных дочерних банков и филиалов на собственной основе. Интересно, что наибольшую активность по скупке местных банков иностранные инвесторы проявили не только в странах – «лидерах» перехода к рынку (Чехии, Венгрии, Польше), но и в Хорватии, Эстонии, Латвии, Литве, Болгарии и Румынии. Основные приобретения были сделаны

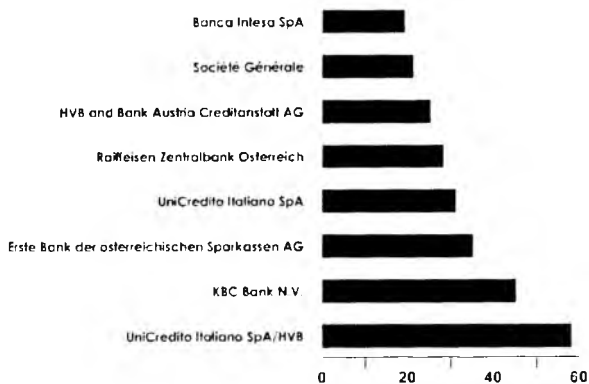


Рисунок 4.2. Общие консолидированные активы крупных западноевропейских банков, имеющих вложения в ЦВЕ, млрд евро (на конец 2005 г.)

Ист.: Standard & Poor's.

Таблица 4.1
Количество кредитных организаций, принадлежащих
нерезидентам в РФ на 1 января

	1999	2001	2003	2005	2008	2010
Кредитные организации, контролируемые нерезидентами (более 50%)	30	35	37	42	86	111
в том числе входящие в 1–30 банков по активам	7	6	3	3	5	5
в том числе со 100%-контролем крупнейших банков	18	23	27	33	63	80

Ист.: рассчитано по данным Банка России.

в ходе приватизации государственных банков и в гораздо меньшей степени – через механизм фондового рынка.

Процесс прихода иностранного капитала продолжался достаточно интенсивно и в 2000-е годы. В ряде стран был окончательно завершён процесс приватизации банковского сектора. При этом продавали свои доли в банковской системе не только правительства, но и частные владельцы-резиденты. При этом надо учесть, что в ряде стран, например в Польше, активно использовался биржевой механизм, позволяющий совместить при сделках по поглощению местных банков иностранным капиталом американский («аутсайдерский») и европейский («инсайдерский») механизмы.

Но несмотря на схожий финал процесса вхождения нерезидентов в банковские системы данных стран, а также на близкое геополитическое положение, политика государства и высота барьеров для входа на банковский рынок была различной в этих странах, и основные этапы приватизации проводились в различные периоды. Венгрия представляет из себя пример политики максимально активного привлечения иностранцев, чешское правительство, напротив, достаточно долго боролось за сохранение преимуще-

ственно национальной банковской системы. Польша занимает здесь промежуточное положение.

Среди этих трех стран Венгрия была первой, которая начала приватизацию с привлечением иностранного капитала. К этому привел кризис «плохих» долгов, возникший вследствие чрезмерно жесткого закона о банкротстве, принятого в апреле 1992 г. Банки находились в тяжелом финансовом положении, но для привлечения иностранных инвесторов недостаточно было снизить цену, необходимо было очистить активы банков от «плохих» долгов. Примерная оценка этой проведенной операции составляет от 5 до 7 млрд долл. Впоследствии банки были предложены иностранным покупателям. К концу 1995 г. правительство форсировало процесс поглощения и ликвидации мелких и неприбыльных банков и начало продавать крупные банки. Чтобы сделать это возможным, правительство было вынуждено осуществить вливание в целях рекапитализации в банковскую систему в размере около 9% ВВП. В результате, к концу 1996 г. 44,5% венгерских банковских активов принадлежали иностранным финансовым учреждениям. Это было значительно больше, чем в соседних странах: Польше (13,6%), Чехии (12,6%), Словакии (12,7%), где политика относительно иностранной собственности в финансовом секторе изначально была более сдерживающей.

В отличие от Венгрии, польские банки успешно конкурировали с иностранными вплоть до подписания соглашения с Евросоюзом. Этому способствовала успешная, в отличие от Венгрии, рекапитализация польских банков, проведенная в 1992–1995 гг. Значительное усиление позиций иностранных банков произошло только после 1999 г., после снятия ограничений, в частности, запрета на открытие филиалов. По данным национального банка Польши, в 1998 г. доля активов иностранных банков в общей сумме активов составляла 17,4%, а через год она выросла до 49,3% и к концу 2000 г. составила 72,6%.

Первыми на рынок ЦВЕ и близлежащих стран вышли, помимо итальянских UniCredito (лидер в сфере

сотрудничества с банками ЦВЕ) и Banca Intesa SpA, являющихся традиционными партнерами кредитных организаций этого региона, австрийские банки Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, RZB и Bank Austria Creditanstalt AG, французский Société Générale, бельгийский KBC Bank N.V. и американский Citicorp (рис. 4.2).

Возможности расширения бизнеса в ЦВЕ продолжают «возбуждать аппетит» западноевропейских банков. Хотя массовое стремление выйти на рынок ЦВЕ, напоминающее период «золотой лихорадки», уже практически сошло на нет (большинство крупных государственных кредитных организаций уже приватизировано и продано банкам Западной Европы), отдельные интересные проекты еще существуют. Ими, несомненно, займутся крупные игроки. Речь идет прежде всего о возможностях расширения банковского бизнеса в Румынии, Турции, Сербии и Черногории. Определенное поле для деятельности имеется также в России, Украине и Казахстане.

В рамках этих банковских систем, еще не получивших достаточного развития, возможны как сделки по присоединению существующих частных банков, так и реализация проектов «с нуля». Холдинг Raiffeisen International, принадлежащий Raiffeisen Zentralbank Oesterreich, специализирующийся на работе в ЦВЕ и первым приступивший к освоению рынков многих восточноевропейских стран, в мае 2005 г. провел на Венской фондовой бирже первое публичное размещение акций стоимостью 1 млрд евро в целях финансирования программы дальнейшего наращивания своего бизнеса в регионе ЦВЕ.

В России иностранные банки стали появляться только в середине 1990-х годов, однако их присутствие остаётся небольшим по активам и собственному капиталу по сравнению с её восточноевропейскими соседями. После резкого ухода ряда иностранных банков в результате кризиса 1998 г., с 2003 г. участие нерезидентов в российской банковской системе стало постоянно увеличиваться, что соотносится с общими тенденциями в других странах (табл. 4.1).

Со второй половины 2005 г. резко повысился удельный вес кредитных организаций с преобладающим участием иностранного капитала. В настоящее время он приблизился к 25% совокупного уставного капитала по сравнению с 5–6% в начале 2000-х гг. Столь быстрый рост этого показателя объясняется приобретением нерезидентами контрольного или полного пакета акций ряда крупных российских банков. Уже в ближайшем будущем можно ожидать повышения доли участия нерезидентов в совокупном уставном капитале российской банковской системы до 30–35, как за счет их вхождения в капитал банков, так и вследствие более активного наращивания собственных средств банками, находящимися под их контролем.

На фоне скачкообразного повышения доли нерезидентов в совокупном уставном капитале наблюдается пока еще медленное, но неуклонное возрастание масштабов деятельности банков с иностранным участием на ключевых сегментах рынка финансовых услуг. Удельный вес операций банков с иностранным участием на основных сегментах рынка не превышает 12–13%. Исключение составляют операции по размещению привлеченных средств на межбанковском

Таблица 4.2
Рейтинг привлекательности банковского сектора
для иностранного капитала

Страна	Рейтинг	Балл	Страна	Рейтинг	Балл
Эстония	1	64	Казахстан	16	54
Словения	2	61	Индия	21	52
Словакия	3	61	Таиланд	22	51
Литва	5	60	Македония	23	51
ОАЭ	6	60	ЮАР	24	51
Венгрия	8	59	Колумбия	25	51
Ю. Корея	9	59	Мексика	26	50
Уругвай	10	58	Бразилия	27	50
Польша	11	58	Украина	28	50
Чили	12	57	Турция	29	49
Чехия	13	55	Россия	30	49

Ист.: Николаев А.Ю. Проникновение иностранных банков на развивающиеся рынки: факторная модель // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. 2008. №4.

рынке, где банки с иностранным участием традиционно выступают одними из основных операторов. Здесь их доля составляет 18–22%. Тем не менее, общий тренд вполне очевиден. Банки с иностранным участием расширяют свои позиции, и их доля в совокупных активах с учетом возможных крупных приобретений может, по имеющимся оценкам, уже в ближайшем будущем повыситься до 25–30%.

Факторы, способствующие проникновению иностранных банков на развивающиеся рынки можно разделить на две группы: те, что толкают банк выходить на рынки других стран, и те, что привлекают эти банки именно на этот, а не другой рынок.

Первая группа факторов названа «факторы интернационализации банковского бизнеса» (или для краткости «выталкивающие факторы»). Их источник находится в стране базирования банка и отвечает на вопрос «почему». Вторая группа факторов обозначена как «факторы выбора направления банковских ПИИ» (или для краткости «привлекающие факторы»). Они отвечают на вопрос «куда» и связаны с тем, какие условия для ведения банковского бизнеса предоставляет принимающая страна.

К «выталкивающим» факторам отнесены следующие: снижение нормы прибыли на активы и капитал, новые возможности для развития бизнеса, преимущества географической диверсификации бизнеса, экономия от масштаба, асинхронная конъюнктура, различия стоимости фондирования на различных рынках, различия в стоимости банковских продуктов на разных рынках, следование стратегии развития.

К «привлекающим» факторам относятся: макроэкономическая стабильность и потенциал развития экономики в целом, финансовая либерализация, уровень развития институтов, характеристики банковского рынка, культурные и исторические связи, мотив следования за клиентом.

Тем не менее, такая классификация является неполной, поскольку упускает из виду вопрос, почему указанные факторы обеспечивают возможность реализации ТНБ их стремлений к

проникновению на развивающиеся рынки. Поэтому необходимо вычлениить факторы, детерминирующие успех ТНБ на развивающихся рынках. Под детерминантами следует понимать объективно сложившиеся условия, обеспечивающие конкурентные преимущества транснациональных банков из развитых экономик на рынках финансовых услуг развивающихся стран. Детерминанты практически полностью пересекаются с факторами, классифицированными выше как факторы интернационализации банковского бизнеса, поскольку факторы, способствующие выходу иностранных банков на развивающиеся рынки, подразумевают причины их успеха на этих рынках.

Анализируемые факторы можно оценить по следующим критериям:

Макроэкономическая стабильность и потенциал развития экономики в целом

- Достигнутый уровень экономического развития.
- Перспективы развития экономики.
- Оценка инфляции.
- Оценка устойчивости финансовой системы страны в настоящее время и в перспективе.
- Финансовая либерализация.
- Оценка уровня регулятивного давления.
- Оценка государственного участия на рынке (количество банков под контролем государства).

Уровень развития институтов

- Качество ключевых для экономической деятельности институтов в данной стране.
- Качество надзора над финансовым сектором в стране.
- Характеристика банковского рынка.
- Сила банковских институтов.
- Уровень конкуренции на данном рынке.
- Уровень доходности (исходя из процентных ставок на рынке данных стран).

Данные для построения рейтинга взяты за период с 2005–2007 гг. Отбор стран, используемых в построении рейтинга, исходит из того, что, во-первых, количество стран

должно быть статистически значимым, а во-вторых, эти страны должны представлять все регионы мира и группы развивающихся стран с точки зрения уровня их развития. Каждой стране в указанном рейтинге присваивается балл от 0 до 100 по каждому фактору, где 100 соответствует наибольшей привлекательности, а 0 наименьшей. Затем, баллы по каждому фактору суммируются и страны ранжируются (табл. 4.2).

Ф. Фокарелли и А. Поццоло обнаружили, что душевой ВВП и инфляция в принимающей стране негативно коррелирует с присутствием иностранных банков, тогда как капитализация рынка акций – положительно⁴⁸. Также было обнаружено, что присутствие иностранных банков выше в тех странах, где средний размер банков меньше. Ведь чем меньше банк, тем легче его купить и провести реструктуризацию.

Есть свидетельства, что глобальные банки сталкиваются с менее интенсивной конкуренцией в СФР, чем у себя дома и это дает им дополнительные возможности для получения прибыли⁴⁹. Стратегическая цель нескольких крупных банков из развитых стран состоит в построении глобальной розничной сети, этим и объясняется огромное число сделок международных СИП для глобальных банков. Например, во второй половине 1990-х гг., Венгрия очень быстро открыла свой банковский сектор для иностранных банков, которые очень быстро проникли в розничный бизнес. Чили, Польша, Чехия также имели этот опыт проникновения, хотя и в меньшей степени, чем Венгрия. Приобретая уже существующие банки в этих странах, они быстро проникают на внутренний рынок, нежели бы, если бы они выстраивали собственную сеть. Чаще всего среди стран выбираются те, где ниже уровень налогообложения и выше уровень жизни.

Итак, подводя итог можно отметить, что важнейшим условием для быстрого и качественного развития банковских систем является их открытость для иностранных инвестиций и уменьшение доли государственной собственности как условие для развития конкуренции, снижения стоимости и увеличения доступности банковских услуг. Наиболее преуспели в этом от-

ношении страны Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), которые на сегодня уже являются членами ЕС, а их банковские системы уже достигли стадии зрелости и достаточной устойчивости к внешним экономическим и финансовым шокам.

Привлекательность банковской системы для внешних инвесторов определяется такими факторами, как общее состояние экономики, степень открытости и государственного вмешательства, в т.ч. доля государственной собственности в банковской системе. В этом отношении банковская система России еще поигрывает по многим параметрам более успешным экономикам ЦВЕ.

Примечания к разделу I

1. См.: *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development* / Eds. A. Demirgüç-Kunt, R. Levine. Cambridge, 2001.

2. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics, and Finance*. Wash., 2000.

3. *Finance for Growth: World Bank Policy Research Report*. Wash., 2001. P.5.

4. IMF. Republic of Poland: *Financial Sector Assessment Program – Technical Note – Credit, Growth, and Financial Stability*. Wash., 2006. P.2. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07103.pdf>.

5. А. Гершенкрон утверждал, что банки финансируют рост более эффективным способом по сравнению с рынком, особенно в недоразвитых экономиках, где небанковские институты еще не сформировались в полной мере. См.: Gerschenkron A. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge, 1962.

6. См.: Kahn M. S., Senhadji A. *Financial Development and Economic Growth: An Overview* // IMF Working Paper. No.00/209. Wash., 2000. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00209.pdf>.

7. См.: Penm J., Terrell R.D. *Economic Integration on the China Stock Market, before and after the Asian Financial Crisis* // *Stock Market Volatility*. Boca Raton, 2009. P.441–456.

8. World Economic Forum. *The Financial Development Report 2010*. N.Y., 2010. P.17. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2010.pdf.

9. Ibid.

10. По данным БМР и МВФ, в 2000 г. в США рынок бондов составил 160% ВВП; в Японии – 130% и в Великобритании – 113%.

11. См.: Mihaljek D., Scatigna M., Villar A. *Recent Trends in Bond Markets* // *The Development of Bond Markets in the Emerging Market Economies?* Basel, 2002. P. 13–48.

12. См.: IMF. Global Financial Stability Report. 2003. Box 4.1. Wash., 2003.
13. См.: Shirai S. Searching for New Regulatory Framework for the Intermediate Financial Market in Post-crisis Asia // Asian Development Bank Institute. Working Paper No.24. Tokyo, 2001; Hawkins J. Bond Markets and Banks in Emerging Market Economies // The Development of Bond Markets in the Emerging Market Economies? Basel, 2002. P. 42–48.
14. Кособчук С.Н. Кредитная система стран Латинской Америки (структура и роль в экономике). М., 1983. С.169-175.
15. Klar N. How and Why Has the State Influenced the Development of Industry in Brazil? URL: www.klarbooks.com/academic/brazil.html.
16. Пребиш Р. Периферийный капитализм – есть ли ему альтернатива? М., 1992. С. 3-12.
17. Hermann J. Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 Period // Journal of Latin American Studies. Vol. 34. 2002. P. 38.
18. Rietti M. Money and Banking in Latin America. L., 1979. P.35.
19. См. подробнее: Mongrut S., Garay A., Valenzuela A. What Determines Going Public in Latin America? // Emerging Markets: Performance, Analysis and Innovation. Boca Raton, 2010. P.255–272.
20. Доля иностранного капитала в банковских системах различных стран Латинской Америки, на начало 2002 г.: в Аргентина и Перу – 52%; Мексика – 76% ; Чили – 58%. См.: Crystal J.S., Dages B.G. Goldberg L.S. Has Foreign Bank Entry Led to Sounder Banks in Latin America? // Current Issues in Economics and Finance. 2002. No.8(1). P.1-6.
21. См.: Calomiris C.W. Lessons from Argentina and Brazil // Cato Journal. 2003. Vol. 23(1). P.33-45.
22. См.: Cardim de Carvalho F.J. The Recent Expansion of Foreign Banks in Brazil: First Results // Latin American Business Review. 2002. Vol. 3(4). P. 93-119.
23. China Bank to Launch Fund of Funds // Financial Times. 2010. December, 15.
24. Здесь и далее данные по развитию КНР взяты из: Sharma S.D. China and India in the Age of Globalization. Cambridge, 2009. P.91–130.
25. Putting China's Capital to Work: The Value of Financial System Reform. Wash., 2006. P. 26. URL: http://www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/china_capital/MGI_chinacapital_fullreport.pdf.
26. Компания Ernst & Young объявила о величине «проблемных» кредитов, равной 911 млрд долл., что в 5,5 раза больше официальных оценок на тот момент (164 млрд долл.). См.: The Economist. 2006. May, 20. P. 82.
27. Согласно Комиссии по регулированию банков, даже «большая четверка» засветилась в криминальных случаях, связанных с мошенничеством и отмыванием денег. См.: China Banking Regulatory Commission 2006 Annual Report. Beijing, 2006. P. 30-49. URL: <http://zhuanti.cbrc.gov.cn/subject/subject/nianbao/english/ywqb.pdf>.
28. World Bank. Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World: Policy Research Report. N.Y., 2001.

29. Дж. Барт, Дж. Каприо и Р. Ливайн показали, что государственная собственность отрицательно связана с эффективностью банков и финансовым развитием, показателями реального душевого дохода и институционального развития. Используя данные по 10 крупнейшим коммерческим банкам и банкам развития в каждой из 92 стран ученые продемонстрировали, что более значительная госсобственность в 1970 г. обусловили слабое финансовое развитие, рост и производительность в 1995 г., и что это более всего проявляется в странах с низким доходом, с меньшим развитием финансового сектора и слабой защитой прав собственности. Все это показывает наличие причинной связи между госсобственностью и неудовлетворительным бэнкингом. См.: Barth J., Caprio G., Levine R. The Regulation and Supervision of Banks Around the World: A New Database // Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2001. Wash., 2001. P. 183-240. URL: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/2001_BrookingsWharton_Reg%20&%20Sup%20World%20New%20Data.pdf.

30. Сравнения между развитыми и развивающимися странами продемонстрировали эконометрическое доказательство, что высокая доля государственной собственности не отрицает вероятность системного банковского кризиса. Используя logit model, Дж. Каприо и М.С. Мартинес Периа показали, что более значительная госсобственность в период 1980–1997 гг. была связана с более значительной вероятностью банковских кризисов и фискальными издержками кризисов. Вызывает сомнение, что госсобственность – стабилизирующая сила по сравнению с частной собственностью. См.: Caprio G., Martinez Peria M.S. Avoiding Disaster: Policies to Reduce the Risk of Banking Crises. Wash., 2000; Financial Crises: Lessons From the Past, Preparation for the Future. Wash., 2005.

31. См.: De M. Carvalho Bernardo S., Garcia M.G.P. Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties // Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets. Chicago, 2008. P.29–96.

32. Описание опыта приватизации банков взято из: Bonin J., Wachtel P. Lessons from Bank Privatization in Central Europe // Proceedings of the World Bank / Ed. by Harvey Rosenblum. Dallas, 1999.

33. World Bank Initiating Memorandum: Bank Restructuring Facility Loan to Mexico // Finance, Private Sector, and Infrastructure. Wash., 1999.

34. Gelos R.G., Roldos J. Consolidation and Market Structure in Emerging Markets Banking System. Wash., 2002. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/consolidation2.pdf>.

35. Индекс Herfindahl–Hirshman (HH) – стандартный измеритель концентрации в отрасли и рассчитывается как сумма квадратов долей банков на депозитном рынке. Если индекс превышает 10 000 – это крайний случай монополизации со 100%-ной долей на рынке; значение близкое к нулю – на рынке существует большое число фирм с небольшой долей.

36. Demirgüç-Kunt A., Huizinga H. Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence // *World Bank Economic Review*. 1999. No.13(2). P. 379–408.

37. См.: Mishkin F. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective // *NBER Working Paper*. No.5600. Cambridge, 1997. URL: <http://www.nber.org/papers/w5600.pdf>.

38. См.: Rochet J.-C. Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation. Princeton, 2008. P.105–226.

39. Claessens S., Dunderhill G. The Political Economy of Basel II in the International Financial Architecture // *Global Financial Integration Thirty Years on: From Reform to Crisis*. Cambridge, 2010. P.113.

40. См.: Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World: World Bank. Policy Research Report. N.Y., 2001. URL: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/IW3P/IB/2001/06/08/000094946_01052404084811/Rendered/PDF/multi0page.pdf.

41. См.: G10. Report on Consolidation of the Financial Sector. Basel, 2001.

42. Капитан, Мартинес Перия М.С. Иностранные банки и банковские кризисы в развивающихся странах // *Beyond Transition: Экономический вестник о вопросах переходной экономики*. 2007. №14. С.8–9. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTDECBEYTRANEWLEI/Resources/April-June2007Russian.pdf>.

43. См.: Cull R., Martinez Peria M.S. Foreign Bank Participation and Crises in Developing Countries // *Policy Research Working Paper*. No.1428. Wash., 2007. URL: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/IW3P/IB/2007/02/01/000016406_20070201093335/Rendered/PDF/wps4128.pdf.

44. См.: Barth J.R., Caprio G., Levine, R. The Regulation and Supervision of Banks Around the World. Wash., 2001.

45. См.: Demirgüç-Kunt A., Levine R., Min H. Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth // *International Financial Markets. Harmonization versus Competition*. Wash., 1996.

46. Hawkins J., Mihaljek D. The Banking Industry in Emerging Market Economies // *BIS Paper*. 2001. No.4. P.1-44. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap04.pdf>.

47. Williams J., Nguyen N. Financial Liberalisation, Crisis and Restructuring: A Comparative Study of Bank Performance and Bank Governance in South East Asia. *Journal of Banking and Finance*. 2005. Vol. 29(8–9). P. 2119–2154.

48. Focarelli F., Pozzolo A. The Determinants of Cross-border Shareholdings: An Analysis with Bank-level Data from OECD Countries. Chicago, 2000. URL: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td00td381_00/td381/tema_381_00.pdf.

49. См.: Clarke G., Cull R., Martinez Peria M.S., Sanchez S.M. Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Further Research. Wash., 2002. URL: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/WDSP/IB/2001/11/28/000094946_0111090402268/Rendered/PDF/multi0page.pdf



РАЗДЕЛ II

**ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ
В СТРАНАХ
С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ
РЫНКАМИ: ОПЫТ, ПРИЧИНЫ,
ПОСЛЕДСТВИЯ**

| Об основных причинах кризисов

Кризисов стало столько, что многие теперь полагают, что мобильность капитала – естественный спутник финансовой неустойчивости. В этом есть доля правды. Доступ к рынкам капитала увеличивает вероятность возникновения более серьезных кризисов и они действительно возникают то тут, то там. Но почему это происходит? Из-за одних и тех же ошибок или каждый кризис имеет уникальную причину? Каждый кризис уникален по своим предпосылкам, а ошибки все время повторяются. Какими бы разными ни были обстоятельства кризисов, взятых в отдельности, большинство из них имеет общие черты. Если удастся понять их и разработать меры по их предотвращению, это повысит устойчивость глобальной финансовой системы без ущерба развивающимся странам, которые нуждаются в притоке капитала для своего развития.

Разрушения банковской системы очень дорого обходятся странам. Особенно это касается кризисов в СФР, потери у которых оказываются в четыре-пять раз выше, чем у развитых стран. Сравнительные исследования кризисов показали, что стоимость банковских кризисов в Латинской Америке составляла от 20% до 40% активов банковской системы или в среднем около 15% ВВП. Для развитых же стран эти цифры находятся в пределах 5–10% и 2–3% соответственно¹.

Причиной такого отличия является в основном значительно большая уязвимость экономик развивающихся стран. Факторы, лежащие в основе диспропорций и делающие экономику уязвимой к финансовым беспорядкам, могут быть сгруппированы по следующим признакам: 1) неустойчивая макроэкономическая политика; 2) слабость финансовой структуры; 3) глобальные финансовые условия; 4) несоответствие валютного курса и политическая нестабильность.

К тому же, рыночной экономике вообще присущи колебания, вызывающие изменения рыночных настроений и сотрясающие финансовую систему (Вставка 4). Все эти факторы создают условия, при которых происходит кризис и их следует отличать от непосредственных причин (в качестве «пусковых» механизмов) кризиса, к которым обычно относятся какие-то события или новости, вынуждающие экономических агентов переоценивать свои инвестиционные позиции.

Банковские системы почти всегда страдают от финансового кризиса больше всех, между тем именно банковские кризисы случаются очень часто. По-другому быть не может, ведь банки находятся в самом центре финансовой системы рыночной экономики. Как показывает зарубежный опыт, факторы, которые могут привести банковскую систему к кризису, разнообразны. Более того, типичный банковский кризис в странах с формирующимися рынками не имеет единственной причины, он является результатом множества параллельно действующих факторов. А сам банковский кризис зачастую становится частью более широкого финансового кризиса и развивается параллельно или с некоторым лагом с валютным, долговым или общеэкономическим кризисом. Среди предпосылок банковских кризисов, как правило, выделяют такие, как макроэкономическая нестабильность, финансовая либерализация, государственное вмешательство в банковскую систему, кредитование по внеэкономическим основаниям. Рассмотрим далее их подробнее.

Следует различать два вида банковского «недомогания»: 1) связанное с рисками страны-заемщика, где начинается кризис; 2) связанное с движением капитала через границы. Они переплетаются, когда кризис реализуется. Проблемы часто начинаются с началом финансовой либерализации, которая может усугубить кризис. Хотя экономисты-либералы не очень-то любят дискуссии об опасностях либерализации, финансисты, в том числе и сторонники рыночной экономики, уже несколько десятилетий обсуждают эти риски.

Вставка 4

Финансовая нестабильность в развивающихся экономиках

Несколько факторов обуславливают более высокую экономическую неустойчивость зарождающихся рынков. Во-первых, эти экономики более уязвимы к ценовым шокам на сырьё, поскольку одни из них остаются зависимыми от сырьевого экспорта, а другие – еще в большей степени от сырьевого импорта, особенно нефти. И, как результат, колебания в условиях торговли (соотношение экспортных и импортных цен) намного значительней на развивающихся рынках, чем на развитых. Частично это отражает высокую степень конкуренции среди поставщиков сырья, которые агрессивно реагируют на изменения цен, вызывая существенные колебания.

Во-вторых, финансовые системы в этих странах являются еще незрелыми. Финансовые системы могут помочь сгладить колебания через диверсификацию, облегчая кредитование и заимствование. Однако иногда финансовые системы вовлечены в деятельность, что имеет результатом «бум заимствований», это также увеличивает волатильность и хрупкость внутренних финансовых систем. Более значительная прозрачность и возможности для диверсификации – ключевые факторы для достижения стабилизационной функции финансовой системы.

В-третьих, СФР сталкиваются с более резкими колебаниями цен на активы, и последствия этого более серьёзны. В развитых странах колебания валютных курсов значительны, но мало воздействуют на неустойчивость потребления. В то время как неустойчивость цен на бирже влияет на неустойчивость потребления через эффект богатства, домашние хозяйства в этих странах имеют более широкие возможности для финансовой диверсификации, чем в странах с развивающимися рынками. Например, в США растущая волатильность фондового рынка обусловлена прежде всего движениями цен на акции отдельных компаний, и индивиды могут диверсифицировать, используя нейтральные активы. Напротив, на развивающихся рынках очень значительные разломы в движении фон-

дового рынка отражают скорее общий рыночный риск, а не риск отдельных компаний, что предоставляет меньше возможностей для диверсификации.

И, наконец, макроэкономическая политика в СФР также объясняет причины более высокой волатильности макроэкономических показателей. В развитых странах центральные банки создают более предсказуемую макроэкономическую среду и уменьшают волатильность через контроль за инфляцией. Напротив, макроэкономическая политика во многих СФР часто более проциклическая, т. е. она имеет тенденцию усиливать макроэкономические беспорядки. Надо признать, что политическая среда (в которой принимаются решения) более неустойчива в СФР, она частично отражает более значительные внешние шоки, например, шоки цен на сырьё. Кроме того, принятие решений в этих странах происходит при очень слабых институтах управления конфликтами, что также является источником нестабильности и ограничивает способность справиться с неблагоприятными последствиями макроэкономических колебаний. Более сильные институты нужны не только для устойчивого роста, но и для смягчения таких колебаний.

В начале данного раздела проводится обзор произошедших финансовых кризисов в разное время в разных странах с формирующимися рынками и делается попытка определить общий фундамент, на котором созревают типичные кризисные условия независимо от страны их происхождения.

Перечислим основные факторы, которые могут привести к созреванию кризисной ситуации в банковской системе. Эти факторы оценивались в эконометрических моделях по системным банковским кризисам, имевшим место в различных экономиках, начиная с 1970-х гг. и подтвердили свою значимость². Остановимся лишь на отдельных сюжетах.

Макроэкономическая нестабильность. Обычно механизм банковских кризисов запускают макроэкономические шоки. Среди наиболее распространенных шоков – изменение условий внешней торговли: падение экспортных и/или рост импортных цен. В связи с тем, что в структуре экспорта развивающихся стран преобладают сырьевые товары, они в большей степени страдают от ухудшения ценовой конъюнктуры.

Колебания процентных ставок в основных финансовых центрах становятся все более важными для развивающихся рынков, отражая растущую интеграцию мирового рынка капитала и глобализацию инвестиций. Значительное понижение процентных ставок в мировых финансовых центрах вызывают волны в потоках капитала в СФР, поскольку международные инвесторы ищут более прибыльных вложений, а страны-должники получают выгоду от более низких процентов³. Резкий рост процентных ставок, однако, может ограничить потоки внешнего финансирования в СФР и повысить стоимость финансирования для местных банков и фирм, увеличить неблагоприятный выбор и проблемы морального риска.

Кредитно-денежная и фискальная политики. Нестабильность фискальной политики служит важным источником шоков для финансовой системы. Фискальные шоки могут вызывать дестабилизирующие скачки процентных ставок и –

через воздействие последних на инфляционные ожидания – в равной степени дестабилизирующие колебания внутреннего спроса на депозиты. В ряде стран структура государственного внутреннего долга также является в значительной степени дестабилизирующим фактором. Здесь возникает вопрос: как можно выстроить фискальную политику и политику в области государственного долга, чтобы избежать большой нагрузки на национальную банковскую систему? Во многих случаях чрезмерно экспансионистская кредитно-денежная и фискальная политика поощряет бум заимствования, быстрый рост задолженности, сверхинвестирование в реальные активы, повышая на них цены до недостижимых вершин (эффект «финансового пузыря»).

Возможное ужесточение политики для сдерживания инфляции и урегулирования платежного баланса, а также неизбежная коррекция цен – все это ведет к замедлению экономического роста, трудностям с обслуживанием долга, потере стоимости залога и чистого богатства, повышению доли неоплаченных займов и угрожает платежеспособности банка. Хотя мерами макроэкономической политики вряд ли можно предотвратить шоки условий торговли или изменчивость процентных ставок на мировых рынках, степень их воздействия на банковскую систему будет зависеть от режима макроэкономической политики и, в особенности, от денежно-кредитной политики и режима обменного курса, действующих во время возникновения шока. Роль денежно-кредитной и курсовой политики при условии, что банковская система слаба, неоспорима. Политика гибкого обменного курса уменьшает вероятность того, что неблагоприятный шок трансформируется в разрушительный банковский кризис.

Степень слабости финансовой системы является, таким образом, важным фактором при выборе режима обменного курса. В случае неблагоприятного внешнего шока способность местных заемщиков выполнить свои обязательства перед банковской системой ухудшаются. Если шок сильный,

а банковская система хрупкая, происходит обесценение активов, средств у банков оказывается недостаточно, чтобы покрывать свои обязательства. В случае ухудшения ситуации в экономике и в банковской системе вкладчики могут повести себя панически («набег на банк»), чрезвычайно дестабилизируя ситуацию, которая станет угрожающей как для банковской системы, так и для режима обменного курса (бегство от дешевающей национальной валюты).

Отсутствие должного регулирования и контроля. Большинство дискуссий о банковских кризисах начинается, и не без оснований, с изучения особых характеристик финансовых институтов, ставших неплатежеспособными. Часто оказывается, что у этих институтов-банкротов было плохое управление, а в некоторых случаях они становились инструментами прямого мошенничества. Анализируя ситуацию в ретроспективе, можно указать на те специфические пробелы регулирования, которые позволили совершить эти ошибки или преступления, ставшие непосредственной причиной банкротств. Исследования подобного рода помогают совершенствовать механизмы регулирования в целях предотвращения или, по крайней мере, раннего обнаружения опасного или преступного поведения управляющих отдельных банков. Это разумная и необходимая линия анализа. Несомненно, многие банковские банкротства обусловлены по большей мере ошибочными решениями управляющих банков, что осознается только тогда, когда худшее уже произошло. Компетентный банковский надзор и регулирование могли бы их предсказать и, следовательно, предотвратить кризис. А в случаях отдельных банкротств крупных банков мира (например, банков «Barings» и BCCI) проблема заключалась именно в отсутствии должного надзора и регулирования.

Тип банковской собственности и структура рынка. Тип собственности банка (частный или государственный, национальный или иностранный), как оказалось, связан с различными аспектами его функционирования. Зависит

ли вероятность происхождения системного банковского кризиса также от того, кто владеет банком? Доля банков с государственным участием, хотя и уменьшается, но они по-прежнему распространены во многих странах, несмотря на существующие политические злоупотребления и низкое качество управления в таких институтах. В ряде работ отмечено, что чем значительней доля государственного участия в банках, тем меньше конкуренция и производительность в этой сфере.

Конкурентоспособная банковская система может улучшить распределение ресурсов, увеличить доступ корпоративного сектора к финансированию и смягчить риски финансовых кризисов⁴. Что касается системного кризиса, то, как показали Дж. Каприо и М.С. Мартинез Перия, именно значительная доля государственной собственности в начале 1980-х гг. была связана с большей вероятностью банковского кризиса в период 1980–1997 гг. в разных странах⁵. Уровень государственного участия различен в разных странах. Многочисленные примеры доказывают, что государственные банки работают неэффективно. Данные Всемирного Банка показывают, что в 15 странах к югу от Сахары в финансовые кризисы были вовлечены только банки с государственным участием.

Но дело не только в том, кому принадлежит банк. В Южной Корее более половины выданных кредитов в 1990-е гг. выдавались по политическим основаниям. Этот вид кредитования широко практиковался и в латиноамериканских странах. В Мексике эти кредиты составляли значительную часть недействующих активов во время банковского кризиса 1994–1995 гг.

Местные органы власти также могут деструктивно влиять на финансовое состояние банковской системы, как и центральное правительство. Классический пример – Бразилия. Большая проблема Бразилии в 1990-е гг. – использование правительствами штатов кредитов своих банков. В обычную практику превратилось финансирование 27 банками штатов

дефицитов местных бюджетов. Кредитные организации практически были обязаны вкладывать денежные средства в нерентабельные сферы экономики, например, в социальное жилищное строительство с соответствующими проблемами с возвратом средств. В рамках программы стабилизации («Плана Риала») даже пришлось выделить меры по разрешению этой проблемы в отдельное направление.

Но и обойтись без государственного регулирования и надзора банковская система тоже не может в силу функций, выполняемых банками в современном обществе. Россия накануне кризиса не относилась к числу стран с особенно высокой ролью государства в банковском секторе. Но специфика положения Сбербанка на рынке банковских услуг позволяла государству оказывать гораздо большее влияние на ключевые сегменты этого рынка, чем это следует из формальной доли государства в капитале банковской системы.

Роль иностранных банков. Приветствуют ли развивающиеся страны иностранные банки – это остается все еще спорной проблемой. Доля банковских активов, контролируемых иностранным капиталом, резко возросла в Африке, Латинской Америке и Восточной Европы за 1990–2000-е годы. Эмпирические исследования показали, что путем улучшения общей операционной эффективности допуск иностранного капитала помогает создать условия для лучшего финансового посредничества и долгосрочного роста⁶.

Но существует и ряд угроз. Например, считается, что иностранные банки могут свернуть свою деятельность при первых же признаках кризиса. Что еще хуже, они могут стать еще одним источником инфекции, покидая принимающую страну, когда условия в их странах ухудшаются. Но исследования этого не подтверждают. А. Демирчук-Кант и его соавторы пришли к выводу, что присутствие иностранных банков связано с более низким риском банковского кризиса⁷. Дж. Дэдджис и др. обнаружили, что иностранные банки, действующие

в Аргентине и Мексике, продолжали увеличивать кредитование в отличие от местных банков в период «текила кризиса» и после него (1994–1999 гг.)⁸.

В Малайзии иностранные банки функционировали лучше во время кризиса, но только те, которые пришли из других регионов, тогда как все азиатские банки оказались в худшем положении⁹. Еще одно беспокойство-то, что иностранные банки влияют на уязвимость через конкуренцию. С допуском иностранного капитала конкуренция растет, также, как эффективность банков, но более высокая конкуренция может дестабилизировать банковскую систему. Т. Бек и др. изучали воздействие банковской концентрации, регулирования их деятельности на вероятность столкнуться с системным банковским кризисом. Они пришли к выводу, что банковский кризис менее вероятен в тех экономиках, где выше уровень концентрации (более крупные банки лучше диверсифицируют свои риски) и меньше регулирующих ограничений на банковскую деятельность¹⁰.

Кредитные риски. Бумы банковского кредитования часто заканчиваются кризисами. Обоснуем, как быстрый рост объемов кредитования может послужить источником уязвимости финансовой системы и приведем ряд аргументов в пользу того, что система надзора и регулирования может оказаться недостаточно пригодной для противостояния проблеме кредитного бума, даже будучи хорошо проработанной и эффективно реализованной. Инструменты денежной политики, особенно управление резервами и показателями ликвидности банков, могут лучше подходить для решения этой задачи.

Неблагоприятный макроэкономический шок, который обычно связан с рецессией, ведет к кредитному кризису. Это происходит по следующим каналам: 1) посредством прямого воздействия на балансы банков, влияя на стоимость активов. Особенно важным примером подверженности банков риску изменения стоимости активов является недвижимость. Хотя банки редко занимаются прямыми

спекуляциями на рынке земли или недвижимости, они предоставляют кредиты строительным компаниям, чья способность платить по долгам оказывается под угрозой, если рынок недвижимости «падает». Плохие ссуды под залог недвижимости, обусловленные ухудшением условий на рынке недвижимости, являются важной характерной чертой многих банковских кризисов.

Второй канал неблагоприятного влияния – это через кризис ликвидности. Неблагоприятные шоки, приведшие к острой нехватки ликвидности, могут подрвать возможности отечественных банков по предоставлению новых ссуд или рефинансированию старых долгов. Массированный приток капитала в «хорошие» времена способен спровоцировать кредитный бум, по окончании которого может оказаться, что банки выдали огромное количество сомнительных кредитов. В результате система становится чрезвычайно уязвимой даже в случае небольшого шока.

Из этих макроэкономических причин уязвимости банков и кризисов банковской системы следуют важные выводы для режимов регулирования и самой макроэкономической политики. Признание того, что макроэкономические шоки являются важной причиной банковских кризисов, заставляет задуматься, насколько адекватна структура банковского регулирования и надзора в странах с формирующимися рынками (СФР)? Подходит ли система регулирования, пригодная для банков развитых стран, также для банков развивающихся экономик с неустойчивой финансовой системой? Являются ли стандарты капитализации банков, рекомендованные Банком международных расчетов (Базель II), достаточно консервативными для СФР? Можно ли использовать опыт развитых стран в области резервных требований и требований ликвидности? Как избежать циклических эффектов кредитно-денежной политики центральных банков на нестабильность финансового сектора? Все эти вопросы более подробно будут освещены в третьем разделе.

Глава 5. Банковские системы в странах с формирующимися рынками как проводники финансовой уязвимости

Начиная с коллапса Бреттон-Вудской системы в начале 1970-х гг., произошло несколько серьёзных финансовых кризисов, особенно в странах с формирующимися рынками: фактически вся Латинская Америка в период долгового кризиса 1982–1990 гг.; европейские страны с переходной экономикой ЦВЕ (первая половина 1990-х гг.); кризис в Мексике в 1994–1995 гг.; кризис в Юго-Восточной Азии (ЮВА) в 1997–1998 гг.; дефолт в России в 1998 г., последовавшие кризисы в Бразилии (1999 г.) и в Турции (2000 г.); кризис в Аргентине в 2001–2002 гг.

Долговой кризис в Латинской Америке в 1980-е гг. разрушил миф, что суверенные государства «не могут быть банкротами». Мексиканский кризис в 1994 г. преподнес урок уязвимости из-за краткосрочного характера суверенного долга и слабой банковской системы. Азиатский кризис, хотя был связан с внутренним развитием, переместил центр внимания на структурные особенности финансовой системы и показал, что структура долга и валютные несоответствия в корпоративных балансах могут быть столь же опасны, как и у государственного сектора. Следовательно, необходимо не только лучше понимать момент приближения к кризису, но и выявлять те факторы, которые могут ускорить его наступление в условиях нового международного финансового окружения.

Банковские кризисы были относительно более редкими в 1950-е гг. и 1960-е гг. вследствие финансового контроля, но стали все больше распространяться в 1970-е гг. часто вместе с валютными кризисами. Они стали приобретать масштабный характер вследствие роста уязвимости финансовых систем стран в условиях ускорения финансовой глобализации в 1990-е гг.

По сравнению с кризисами в 1980-е гг., кризисы в 1990-е гг. и в начале 2000-х гг. стали даже более частыми. Они стали предметом научных исследований, появилось огромное

число академической литературы, о них же писали под рубрикой горячих новостей в передовице ежедневной финансовой прессы¹¹. Многие кризисы носили инфекционный характер, т.е. распространялись по региону или даже перекидывались на другие материки. Как заметил П. Волкер, председатель правления ФРС США в 1979–1987 гг., эти кризисы, как национальные, так и региональные и глобальные «были встроены в геном человека», т.е., с ними уже свыклись и воспринимают как неизбежное зло¹².

Финансовые кризисы в СФР происходят чаще, а финансовая либерализация и высокая мобильность капитала имеют более разрушительные последствия для этих экономик. Каждый новый кризис порождает научный интерес к объяснению причин их происхождения и механизмов распространения.

Под системным финансовым кризисом понимается наиболее широкое понятие, включающее в себя банковский, валютный, долговой и другие кризисы в сфере финансов. Согласно М. Бордо и А. Шварц, признаками финансового кризиса являются коллапс цен на финансовые активы, валютный шок, полоса банкротств финансовых и нефинансовых фирм и дефолт¹³. Обвал цен на бирже рассматривается как предпосылка финансовой нестабильности. А разрыв «финансового пузыря» неизбежно вызывает долговой кризис.

Валютный кризис происходит, когда, в результате спекулятивной атаки на валюту страны, она резко обесценивается или вынуждает ЦБ защищать свою валюту путем распродажи большого количества резервов или значительного повышения процентной ставки. Некоторые аналитики различают «старообразный» кризис (протекающий медленно) и «новообразный» кризис (протекающий ускоренно). Первый происходит вследствие дефицитов госбюджетов и реальной переоцененности валюты, что приводит к ослаблению ПБ, часто в контексте чрезмерного контроля за капиталом и все заканчивается девальвацией (кризис первого поколения). Второй происходит, когда инвесторы начинают переоценивать риски

платежеспособности частных и государственных заемщиков, что в условиях более открытой экономики может очень быстро привести к оттоку капитала и спекулятивной атаке на валюту (кризис второго поколения).

Классический банковский кризис происходит, когда фактический или потенциальный набег на банки (или банкротства банков) приостанавливает внутреннюю конвертируемость их обязательств и вынуждает правительство вмешиваться, чтобы предотвратить это путем предоставления массовой финансовой поддержки. Банковский кризис длится дольше, чем валютный и имеет более серьезное воздействие на экономическую активность.

Долговой кризис происходит вследствие кризиса ликвидности, когда кредиторы, оценивая высокую вероятность неплатежеспособности должников, отказывают им в предоставлении новых займов и пытаются ликвидировать существующие долги. Долговой кризис может быть связан либо с коммерческим (частным), либо с суверенным (государственным) долгом. Риск контрагента, при отсутствии взаимного доверия на межбанковском рынке, способствует распространению кризиса на всю финансовую систему с его негативным влиянием на реальную экономику.

Итак, финансовый кризис включает в себя долговой, валютный и банковский кризисы, которым предшествует обвал на фондовой бирже. Совпадение периодов валютной и банковской нестабильности носит название «двойного кризиса». Кризис доверия к национальной валюте может спровоцировать кризис доверия к банкам, а массовое изъятие вкладов в свою очередь порождает давление на национальную валюту. Бегство капитала также порождает валютную лихорадку. Как правило, второй этап финансового кризиса подогревается спекулятивной атакой на местную валюту, поводом которой может стать любое событие.

Банковские системы в странах с формирующимися рынками продемонстрировали различные модели развития в период финансовых кризисов 1990-х гг. Именно они

оказались больше всего затронутыми финансовыми кризисами в странах Азии и Латинской Америки и приступили к трудному и болезненному процессу реструктуризации. Несмотря на изменчивые условия на международных финансовых рынках, банковская система в Латинской Америке оказалась устойчивой к инфекции из Азии и продолжила процесс консолидации в результате допуска иностранных банков. За исключением российских банков, воздействие азиатского вируса на банки из Восточной Европы было ограниченным и усилия по консолидации и реструктуризации продолжались с перспективой получения членства в ЕС для некоторых стран этого региона. Далее рассмотрим конкретные примеры происхождения финансовых кризисов в различных странах с формирующимися рынками в 1990-е – начале 2000-х гг. и сделаем ряд важных обобщений о причинах и основных факторах уязвимости экономик СФР к внешним шокам.

5.1. Финансовые кризисы в странах Латинской Америки: опыт 1980-х гг. – первой половины 1990-х гг.

Бразилия. В начале 1980-х гг. внезапный и значительный рост процентных ставок в мировой экономике подхлестнул кризис задолженности в странах Латинской Америки. Бразилия была вынуждена пойти на жесткие экономические меры, которые сказались негативно на показателях ее роста. Резкое прекращение поступления иностранного капитала в страну сократило ее инвестиционные возможности¹⁴.

Давление внешнего долга задело финансовую систему и способствовало увеличению инфляции. Во второй половине 1980-х гг. были приняты жесткие меры в целях денежной стабилизации. Эти меры предполагали отмену индексации (политики корректировки зарплат в зависимости от роста инфляции) и замораживание цен. В 1987 г. правительство приостановило выплату процентов по внешнему долгу до достижения соглашения с кредиторами о пересмотре сроков. Хотя эти меры и не принесли желаемых результатов, экономический рост продолжался до конца

1980-х гг., обеспечивая излишки в торговом балансе, необходимые для выплаты процентов.

Кризис 1980-х годов показал со всей очевидностью, что бразильская модель ограничения импорта (политика, имевшая целью укрепление бразильской промышленности путем запрета на ввоз определенных товаров из-за границы) себя исчерпала, и, тем самым, это способствовало процессу открытия бразильской экономики. В начале 1990-х гг. бразильское правительство приняло ряд экономических мер, включающих строгую финансовую политику; налоговую реформу; либерализацию торговли; отмену регламентации; приватизацию и принятие четкого плана для привлечения и увеличения иностранных инвестиций («план реала»).

Тем не менее, слабости бразильской экономики оставались очевидными для мирового финансового сообщества. Российский шок 17 августа 1998 г. более всего отозвался в Латинской Америке, в первую очередь, в Бразилии. Это произошло вовсе не по причине тесных экономических связей страны с Россией (эти связи не очень значительны), а потому, что на Бразилии сосредоточились недоверие и подозрительность финансистов, управляющих мировыми потоками капитала. Осенью 1998 г., когда в воронку кризиса оказались втянутыми до десятка стран среднего уровня развития и к тому же развивался банковский кризис в Японии, казалось, что эта серия региональных кризисов может вполне перерасти в мировой экономической кризис. События в Бразилии подтверждали эти опасения.

Власти Бразилии в 1990-х годах выбрали в качестве «якоря стабильности» курс национальной валюты (реала), поддерживая его в рамках установленного наклонного коридора, то есть, допуская медленное понижение. Курс реала постепенно полз вниз, но, как выяснилось, оставался завышенным; как обычно, это затрудняло экспорт, стимулировало импорт и создавало на рынках ощущение неизбежности девальвации.

Летом 1998 г., особенно после 17 августа, все эти слабости бразильской экономики и финансов вырвались наружу. Первым сигналом явилось падение показателей фондовой биржи: в июле и августе индексы упали примерно вдвое. Иностраный капитал, имевший форму бразильских облигаций, депозитов в банках и кредитов зарубежных банков бразильским заемщикам, обратился в паническое бегство из Бразилии. Как обычно, за ним последовал и национальный капитал. Чтобы поддержать курс реала, от которого все стремились как можно скорее избавиться, центральный банк выбросил за три месяца почти половину своих валютных резервов, составлявших к началу кризиса весьма внушительную величину около 70 млрд долл. Пытаясь остановить бегство капиталов, центральный банк поднял ставку рефинансирования выше 30% годовых. Рыночные ставки банков подскочили до 40–50%, что сделало банковские ссуды для большинства предприятий практически недоступными. Возникла характерная для многих развивающихся стран ситуация: защита стабильности валюты ценой экономического спада. Сильное эхо бразильского кризиса прокатилось по всей Латинской Америке в виде падения фондовых индексов, оттока иностранного капитала, девальваций валют.

Мексика. Социально-экономические условия накануне финансового кризиса 1994 г. вызывали беспокойство у ряда экономистов. В 1980-е гг. при проведении политики финансовой либерализации экономика страны оказалась в сильной зависимости от притока капитала, с помощью которого удавалось закрывать брешь платежного и торгового балансов (табл. 5.1).

Политика завышенного валютного курса сдерживала экспорт и препятствовала прямым капиталовложениям – наиболее перспективному для национальной экономики виду инвестиций. Рост происходил за счет портфельных инвестиций, которые превышали потребности экономического развития и использовались в большей мере для роста

потребления. Уже с 1992 г. появились предложения провести девальвацию песо и, тем самым, упредить осложнение ситуации. В декабре 1994 г. разрушилось не что иное, как спекулятивные пузыри, созданные при администрации Карлоса Салинаса в период 1988–1994 гг. Рост торгового дефицита привел к беспрецедентному валютному дефициту в 28,5 млрд долл., которые были израсходованы под видом так называемых «горячих денег», т. е. спекулятивного капитала, которые были вложены не в реальную экономику, а в биржевой рынок и в правительственные купюры типа СЕТЕС и облигации («тесобоны»). Именно это и лопнуло в 1994 г. Кризис мексиканского песо в декабре 1994 г. был вызван тем, что правительство Мексики под руководством тогдашнего президента Салинаса проводило неверную валютную и бюджетную политику.

Мексиканское песо не было прикреплено к доллару, но и не находилось в свободном плавании. К его курсу применялась система «наклонного коридора», весьма похожая на режим курса российского рубля до августа 1998 г. Здесь, возможно, была допущена аналогичная ошибка: снижение курса песо отставало от внутренней инфляции, в результате чего песо реально дорожало по отношению к доллару.

Таблица 5.1
Движение капитала в экономику Мексики, в % ВВП

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Прямые инвестиции	1,5	1,1	1,6	1,3	1,2	2,1
Портфельные инвестиции	0,1	-1,6	4,2	5,7	7,7	2,0
Другие краткосрочные вложения	0,3	4,0	2,9	1,0	0,2	-0,8
Всего	1,9	3,5	8,7	8,0	9,1	3,3

Ист.: Sachs J., Tornell A., Andrés V. *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*. Cambridge, 1996¹⁵.

Ощущение рынка, что правительство и Банк Мексики не смогут удержать курс в пределах коридора и вынуждены будут пойти на девальвацию, постепенно крепло. К октябрю 1994 г. все эти факторы сложились воедино. Иностранный капитал стал уходить из мексиканских ценных бумаг; бегство капиталов (т. е. продажа бумаг инвесторами и конверсия выручки в доллары) превосходило размеры новых эмиссий, которые еще удавалось размещать благодаря долларовой оговорке. Валютные резервы страны с октября до середины декабря 1994 г. сократились более чем вдвое.

Момент истины наступил в середине декабря 1994 г. Не имея других средств остановить истощение резервов и бегство капитала, правительство объявило 20 декабря 1994 г. о повышении верхней планки долларového коридора на 13%. Это было воспринято рынком и инвесторами как сигнал бедствия. Только за один следующий день центральный банк был вынужден продать до 6 млрд долл., чтобы удовлетворить спрос владельцев капитала, спасавших свои инвестиции в Мексике. Удержать новый курс песо оказалось невозможно и к 26 декабря по сравнению с докризисным уровнем он упал на 36%.

Так называемый «эффект текилы», т. е. финансовый удар по соседним странам имел место, но не породил масштабного кризиса ни в одной из крупных стран Латинской Америки. Самые заметные трудности испытала Аргентина, где мексиканский кризис вызвал обвал на бирже и натиск вкладчиков на банки. Произошла «расчистка» банковской системы от слабых банков, в итоге – до 40% операций оказалось в руках крупных иностранных банков, которым население обычно доверяет гораздо больше, чем местным.

Аргентина. В 2001–2002 гг. экономику Аргентины поразила жестокий кризис: треть домохозяйств в столице оказалась за чертой бедности, а болезненный отказ от конвертируемости национальной валюты в сочетании с финансовым кризисом и дефолтом по государственной задолженности подорвал доверие отечественных и иностранных инвесторов.

Кризис был обусловлен четырьмя основными причинами: 1) неверной бюджетной политикой, 2) негибкостью цен и зарплат, не сочетавшейся с фиксированным обменным курсом национальной валюты, 3) серьезными внешними шоковыми воздействиями и 4) политической нестабильностью.

Проследим, как постепенно проходило ухудшение финансового положения страны с середины 1990-х гг., приведших к системному кризису в начале 2000-х гг. Победа К. Менема на выборах 1995 г. и благоприятная ситуация на мировых финансовых рынках позволили правительству Аргентины переключиться на заимствования на внешнем рынке облигаций. Результатом данного решения стало резкое увеличение внешней государственной задолженности. К концу 1998 г. совокупный (государственный и частный) внешний долг страны составил 143 млрд долл. (44% ВВП) по сравнению с 80 млрд (29% ВВП) в 1994 г. Увеличение внешнего долга дало Аргентине возможность быстро восстановиться после спада 1995 г. В то же время, оно не было обеспечено профицитом торгового баланса, который, начиная с 1997 г., стал сводиться с хроническим дефицитом (рис. 5.1)¹⁶.

Явно «расширительная» политика в сфере государственных расходов в основном за счет зарубежных кредитов, способствовала возникновению завышенного реального обменного курса. На деле аргентинское государство трагило деньги так, будто чрезвычайно благоприятные цены на экспортные товары страны, существовавшие в 1996–1997 гг., могли сохраняться до бесконечности. Их последующее резкое падение выявило слабость аргентинской бюджетной политики.

Аргентине был нанесен удар извне – страна вела интенсивную торговлю в рамках собственного региона, экспортировала сельскохозяйственные и промышленные товары и во многом опиралась на приток капитала. С 1997 г. во всех этих сферах возникли негативные тенденции. К 1999–2000 гг. цены на экспортные аргентинские товары ушли по сравнению с 1996–1997 гг. примерно на 15%.

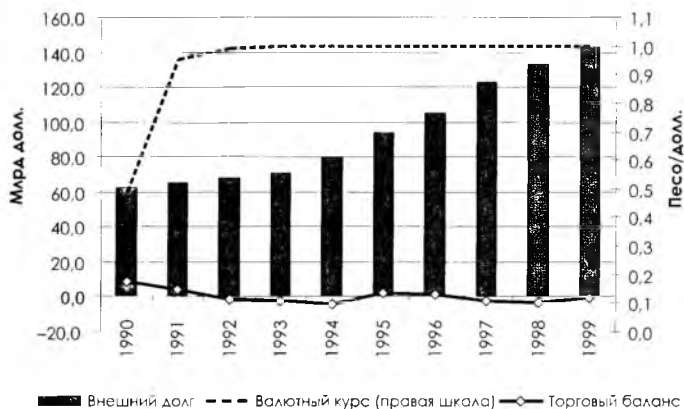


Рисунок 5.1. Внешняя задолженность и торговый баланс в условиях фиксированного курса аргентинского песо в 1991–1999 гг.

Ист.: Сравнительный анализ стабилизационных программ 1990-х гг. М., 2003.

Положение страны ухудшилось и из-за того, что основные торговые партнеры Аргентины – Европа, Бразилия, Чили – снизили курс своей валюты. В условиях жесткой привязки песо к американскому доллару предпринять аналогичные шаги было невозможно.

Коалиционное правительство, пришедшее к власти в 1999 г., реагировало на кризис слишком медленно и нерешительно. В 2001 г. банковскую систему еще больше ослабили кредиты, которые государство в принудительном порядке брало из резервов банков. Режим формирования валютного курса был изменен за счет привязки песо к «корзине» валют, включавшей евро. Таким образом, правительство пыталось придать ему большую гибкость. Бюджетные ограничения игнорировались: как федеральные, так и региональные власти выпускали «квазиденьги». Государство вмешивалось в деятельность пенсионных фондов. Все эти ошибки усиливали кризис доверия и способствовали «бег-

ству вкладчиков», которое, в свою очередь, привело к принудительному замораживанию банковских счетов, дефолту и девальвации песо.

5.2. Факторы уязвимости банковских систем азиатских стран накануне кризиса 1997 г.

Финансовая либерализация и гарантии стабильных валютных курсов вызвали значительный приток иностранного капитала в страны Азии. Иностранные кредиты способствовали резкому росту банковских активов, повышая кредитный риск и риск ликвидности. Установленные в Корее ограничения на выпуск ценных бумаг корпорациями с высоким кредитным рейтингом, одновременно с государственной поддержкой крупных банков, привели к расширению внешних заимствований финансовыми институтами для кредитования корпораций. Система внутренних гарантий среди корейских конгломератов («чеболей») подорвала банковскую кредитную политику.

В Малайзии введенные ограничения на внешние заимствования смогли предотвратить зависимость финансового сектора от валютного риска. Однако уязвимость сектора заметно возросла в результате операций с акциями и недвижимостью, для проведения которых активно использовались внутренние заимствования.

В Таиланде в 1993 г. был учрежден Бангкокский орган международного банкинга (международные банковские единицы) с целью развития международного финансового центра в регионе. Это привело к значительному росту в основном оффшорных кратко-срочных займов (и также открывало двери для агрессивных займов, привлеченных от иностранных банков, у которых оставались ограничения доступа на местный рынок). Этот капитал был частично направлен для финансирования недвижимости и покупки акций и, хотя банки в целом имели сбалансированные позиции по иностранным валютам, несоответствия по срочности позиций привели к возросшим кредитным рискам со стороны незастрахованных корпоративных заемщиков.

На начальной стадии развития в Южной Корее существовали ограничения на иностранные инвестиции. Привлекать внешнее финансирование могли только банки, которые до начала 1980-х гг. находились в основном в собственности государства. Для иностранных инвесторов рынок стали постепенно открывать с 1992 г., при этом, как ни странно, было разрешено привлекать в основном краткосрочные займы, а ограничения на прямые иностранные инвестиции и долгосрочные займы сохранялись. Именно это накануне кризиса привело к достаточно рисковому структуре финансирования на фоне высокого кредитного рейтинга страны: краткосрочные займы, составляющие до 54% пассивов размещались в долгосрочные ссуды «чеболям».

Кризис компаний за счет невозврата кредитов естественным образом перекинулся на банковский сектор, обусловив проблемы у First Korea Bank. После спекулятивной атаки на тайландский бат западные банки стали сокращать кредитные линии на страны азиатского региона, и у страны возникла проблема с финансированием краткосрочной задолженности, размещенной в длинные кредиты «чеболям».

Регулирующим органам в странах Юго-Восточной Азии (ЮВА) не удалось найти баланс между предоставлением гарантий для повышения стабильности финансовой системы и минимизацией принимаемых банками рисков. Это позволило банкам безнаказанно расширять практику «плохого» кредитования. Щедрая финансовая поддержка слабых банковских институтов, оказанная государством в период более ранних банковских кризисов (Таиланд, 1983–1987 гг.; Малайзия, 1985–1988 гг.; Индонезия, 1994 г.), государственные кредиты финансовым конгломератам в Южной Корее воспринимались как обязательства государства и в дальнейшем поддерживать финансовую систему. Такой конфликт интересов не мог быть преодолен, в том числе, из-за слабых стандартов банковского регулирования и надзора.

В Корее и Таиланде принятие банками чрезмерных рисков предопределялось значительными просчетами в

организации бухгалтерского учета, системе классификации ссуд и создания резервов, контроле за кредитованием связанных предприятий в пределах крупных финансовых (и нефинансовых) групп, низкими требованиями к покрытию убытков от переоценки ценных бумаг (unrealized losses). Девальвация тайского бата в июле 1997 г. привела к образованию убытков у кредиторов соседних стран и трудностям отдельных банков.

Девальвация национальных валют Индонезии, Малайзии и Южной Кореи, отсутствие достаточной информации о реальном состоянии финансовых институтов и задержка правительств с принятием антикризисных программ привели к отказу иностранных кредиторов продлить краткосрочные кредиты банкам. Все страны столкнулись с бегством вкладчиков из слабых банков и из банковской системы в целом. Отказ устойчивых финансовых институтов предоставлять кредиты проблемным банкам привел к сегментации рынков межбанковского кредитования. Реакцией центральных банков стало кредитование более слабых институтов и поддержка ликвидности финансовой системы в целом.

Банк Индонезии изначально проводил политику сдерживания ликвидности, но был вынужден ослабить свои требования после возникновения резкого недостатка средств в финансовой системе. Недостаточно продуманные последствия закрытия 16 проблемных банков и ошибки местных властей, допущенные при реализации согласованного с МВФ плана действий, вызвали массированный отток депозитов из финансовой системы. Значительные денежные вливания для поддержки ликвидности (включая кредитование слабых банков) в сочетании с отказом повышать процентные ставки привели в Индонезии к потере контроля за денежной политикой.

В Таиланде объем средств, затраченных в 1997 г. на поддержку ликвидности банков, достиг 15% ВВП, что повлияло на дальнейшее падение курса бата. Резкое

снижение реальной стоимости активов и быстрый экономический спад усугубили проблему «плохих» кредитов, показатели которых стремительно возросли в 1 кв. 1998 г.

Слабая система учета, регулирования и наблюдения не могут предотвратить проблем *moral hazard*, генерируемых этими неявными гарантиями. Недостаточно хорошо проработанная классификация займов и требований обеспечения, слабое регулирование рисков по операциям с ценными бумагами – все это позволило принимать повышенные риски в Корее и Таиланде. К тому же, нежелание закрывать неплатежеспособные банки в Индонезии вызывало сомнение в осуществимости стратегии властей, нацеленной на постепенную консолидацию банковской системы страны. После девальвации тайского бата угроза, что потери от невозвратных кредитов могут погубить даже хорошие банки, вынудило некоторые правительства предоставить явные гарантии вкладчикам (и кредиторам), что они не понесут никаких потерь. Вслед за обесценением тайского бата в июле 1997 г. проблемы с ликвидностью стали развиваться по спирали, поскольку уверенность у инвесторов в регионе уменьшилась, и это вызвало переоценку кредитоспособности местных предприятий. Банковские рейтинги также снизились как следствие недостаточной транспарентности и решительности шагов правительства вкупе с нежеланием иностранных кредиторов возобновлять краткосрочные кредиты банкам данного региона¹⁷.

Ниже рассмотрены меры, предпринятые этими странами (Вставка 5). Эти меры нацелены на придание финансовой системе эффективности и прочности, чтобы предотвратить появление проблем в будущем. Прежде всего, необходимо было закрыть неплатежеспособные институты, признать ухудшение качества их активов и облегчить распоряжение плохими активами, рекапитализировать те институты, у которых норматив по капиталу оказался меньше минимального уровня. Начиная со второй половины 1997 г., более 150 финансовых институтов было закрыто, приостановлено, национализировано или передано под

управление правительственного агентства по реструктуризации. В целом эти институты были неплатежеспособны еще до того, как кризис углубился и не ставилась цель реанимировать их деятельность во вновь реструктурированной финансовой системе. Многие страны региона ввели или расширили роль корпораций по управлению активами с целью перекупки плохих кредитов и дальнейшей их продажи. Стоимость рекапитализации оценивалась в диапазоне от 18% до 34% от ВВП для различных кризисных стран¹⁸.

5.3. Россия в 1990-е гг. – испытание финансовым кризисом

В августе 1998 г. Россия заменила Азию как центр финансовых кризисов, сокрушающих развивающиеся экономики. Её финансовые рынки испытали на себе давление, идущее от азиатского кризиса в октябре 1997 г. Помимо финансовой инфекции это давление отражало и неблагоприятное влияние снижения цен на нефть на платежный баланс, постоянные огромные фискальные (бюджетные) дисбалансы (сильно зависящие от краткосрочных притоков иностранного капитала) и задержка в проведении структурных реформ.

Причины банковских кризисов в России и странах ЮВА имели как немало сходств, так и различий. Азиатские банки, как и российские, принимали на себя повышенные инвестиционные риски, обладали значительной долей проблемных долгов, зависели от иностранного кредитования и зарабатывали на спекулятивных операциях. Регулирование финансового сектора в большинстве стран испытывало политическое влияние, что вызывало ослабление контроля за поведением банков. Обострению кризиса способствовал широкий размах операций в рамках финансовых групп (конгломератов).

Однако более острый характер банковских кризисов в ЮВА, кроме, может быть, Филиппин, в первую очередь объяснялся существовавшими различиями между банковскими системами. Азиатские страны успели сделать то, к чему стремилась Россия, – направить кредиты в реальный

Вставка 5

Ключевые меры политики по укреплению финансового сектора в ответ на азиатский кризис

В Таиланде, Индонезии и Корее было предпринято несколько политических мер, чтобы укрепить пострадавшую в результате кризиса финансовую систему.

Заккрытие неплатежеспособных финансовых институтов было доминирующим направлением во всех этих трех странах. Тайские власти приостановили деятельность 16 финансовых компаний в июне 1997 г. и еще 42 в августе 1997 г. Все они были ликвидированы полностью в декабре 1997 г., поскольку они оказались нежизнеспособными в реструктурированной финансовой системе. В Индонезии 16 небольших банков были закрыты в начале ноября 1997 г., а в апреле 1998 г. – еще 7; в Корее 14 торговых банков было закрыто между декабрем 1997 г. и апрелем 1998 г.

В Таиланде в августе 1997 г. были предоставлены гарантии всем вкладчикам и несубординированным держателям долга банков. В январе 1998 г. власти Индонезии предоставили правительственные гарантии для вкладчиков и кредиторов банков (за исключением субординированных). Власти Кореи предоставили гарантии по внешним обязательствам корейских финансовых институтов в августе 1997 г.

В октябре 1997 г. тайские власти создали орган по реструктуризации финансового сектора и Корпорацию по управлению активами для управления и продажи плохих активов финансового сектора. В январе 1998 г. в Индонезии было создано Агентство по реструктуризации банков, которому были переданы в управление слабые банки и для избавления от неработающих активов банковской системы. В Корее в августе 1997 г. был учрежден специальный фонд внутри Корпорации по управлению активами как организация по покупке недействующих активов банков.

Более жесткая классификация займов и правила обеспечения были введены в Таиланде в октябре 1997 г. как часть

пакета по реструктуризации финансового сектора. Стандарты адекватности капитала также были введены как часть мер по укреплению финансовой системы. Стратегия рекапитализации в Таиланде была нацелена на повышение капитала для вновь создаваемых частных банков. Власти Индонезии объявили о резком увеличении требований минимального капитала для банков и ужесточили классификацию займов и руководящие правила для их обеспечения в январе 1998 г. (хотя позднее это было пересмотрено). В Корее банки, невыполняющие требований минимального капитала при необходимости полного обеспечения по ссудам, должны были предоставить планы по рекапитализации в начале 1998 г.

Управление фондом по страхованию депозитов в Корее было переведено в юрисдикцию Корпорации по страхованию депозитов. Индонезия и Таиланд планировали создание системы страхования депозитов как часть стратегии по укреплению финансовой системы.

Ист.: IMF. World Economic Outlook, May 1998. Wash., 1998. P.3–7.

сектор. Это привело к появлению больших просроченных долгов. Значительный размер ведущих банков стран ЮВА преопределил более крупные индивидуальные потери. Для азиатских стран характерны тесные финансовые связи (в частности, через развитый оффшорный рынок) и сильная зависимость от состояния японской экономики. Зависимость российских банков от внешнего кредитования была сравнительно ниже, как впрочем и доля иностранного участия в банковской системе.

Сравнивая развитие кризиса в России и в других странах, можно сказать, что при всех имевшихся недостатках российская банковская система продержалась достаточно долго. Как ни парадоксально, определенным объяснением этого факта может служить сравнительно низкий уровень развития банковского сектора и традиционных банковских услуг – низкая вовлеченность банков в кредитование реального сектора, слабое развитие международных операций, преобладающая роль Сбербанка в операциях с населением. По своим размерам, уровню капитализации и реальному весу в экономике, банковская система России заметно отставала даже от целого ряда развивающихся стран.

Рассмотрим как макроэкономическая политика правительства РФ и ЦБР могла усугубить ситуацию в финансовом секторе и привести к кризису. В 1995–1997 гг. правительство вынуждено было ужесточить кредитно-денежную политику для борьбы с гиперинфляцией. При этом предполагалось добиться большего ужесточения в денежной, а не в бюджетной сфере. Так, бюджетный дефицит федерального правительства предполагалось снизить с 11% в 1994 г. до 6% в 1995 г., а темпы прироста денежной массы уменьшить в три раза – с 195% до 65%. В мае 1995 г. был введен режим «валютного коридора» (мягкая привязка рубля к доллару). Все это вызвало первый серьезный кризис банков в 1995 г., которые понесли серьезные убытки в новом макроэкономическом окружении.

Важным фактором развития кризиса стал массовый приток капитала из-за рубежа (табл. 5.2). Одна из причин этого явления – либерализация доступа нерезидентов на рынок ГКО в попытке резко снизить процентные ставки и стоимость обслуживания долга. На первых порах это привело к позитивным результатам – ставки по ГКО снизились с 40% в начале 1997 г. до 15–20% в середине года. Другая причина притока инвестиций – оживление российской экономики, определенный оптимизм зарубежных инвесторов и рост инвестиционной активности российских банков, которые, привлекая валютные кредиты из-за рубежа, начали кредитование реального сектора.

До начала осени 1997 г. существенный приток краткосрочного капитала сыграл ключевую роль в том, что процентные ставки по российским казначейским векселям (ГКО) опустились ниже 20%. Легкий доступ к внешнему финансированию привел к развитию финансовой стратегии, которая предполагала, с одной стороны, продажу краткосрочных ГКО национальным и иностранным финансовым институтам, а с другой стороны, заимствования на международных рынках. Результатом стала значительная уязвимость к изменениям настроений на рынке. На волне азиатского кризиса иностранные инвесторы начали

Таблица 5.2
Приток иностранных инвестиций в РФ, в млрд долл.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998, по июнь
Всего,	2,8	3,2	13,3	19,0	34,1	3,6
в т.ч.						
в сектор гос управления	5,2	2,0	7,7	14,8	21,0	7,9
в банковский сектор	-2,9	-2,0	6,9	1,3	7,6	1,1
Фондовый рынок	0,5	3,2	-1,3	2,9	5,6	-5,5

Ист.: данные ЦБР, ИЭА¹⁹.

уходить из России и вернулись только в начале 1998 г., когда ожидаемая доходность оказалась намного выше предкризисного уровня.

Сочетание высокой доходности и короткой срочности ГКО, однако, породило сомнения в возможность правительства выплатить эквивалент, равный 1,5 млрд долл. для обслуживания долга в конце каждой недели до конца 1998 г. Перед лицом ухудшения рыночных настроений с июня внутренние заимствования для финансирования федерального бюджета иссякли и правительству пришлось делать чистые выплаты по своим обязательствам (рис. 5.2). И это явилось основной причиной августовского кризиса 1998 г.

В целях блокирования дальнейшего развития кризиса 17 августа 1998 г. было принято беспрецедентно жесткое решение об одновременной девальвации рубля, замораживании обслуживания и принудительной реструктуризации внутреннего долга и моратории на обслуживание внешних валютных долгов частных заемщиков.

Воздействие кризиса и предпринятых в августе мер на банковский сектор был не менее серьезным. По оценкам одного зарубежного коммерческого банка российские банки



Рисунок 5.2. Ситуация на денежном и финансовом рынке РФ накануне и в разгар кризиса 1998 г.

имели чистые обязательства в иностранной валюте около 5 млрд долл. (на балансе) и еще столько же на внебалансовых статьях (по форвардным операциям). Таким образом, банковский сектор сильно пострадал из-за девальвации рубля, большинство российских банков не смогло оплатить обязательства по форвардным контрактам, сроки по которым наступали 14 сентября. Резкое падение активности на межбанковском рынке, задержки по платежам, замораживание портфелей ГКО создали серьезные проблемы с ликвидностью для большинства банков. Только системно важные и сильнейшие банки могли рассчитывать на получение поддержки со стороны ЦБ РФ и имели возможность пересмотреть платежи по обязательствам в иностранной валюте.

Девальвация рубля и другие меры, объявленные 17 августа 1998 г., имели важные последствия для дальнейших структурных реформ. Вмешательство правительства в банковский сектор и финансовые рынки увеличилось, а продажи государственных пакетов акций во множестве нефтяных и энергетических компаний, планируемых до конца 1998 г., были отложены (поскольку интересы иностранных инвесторов уменьшились, а у своих инвесторов не хватало средств). В целом, практика одностороннего пересмотра условий выплаты долга (в августе 1998 г.) быстро нашла продолжение во множестве случаев невыплат держателям финансовых инструментов и, таким образом, закрепила культуру неплатежей, наращивание долгов, бартерных сделок и долларизации.

5.4. Пути восстановления банковского сектора после финансовых кризисов в 1990-е гг.

В последующие годы банковский сектор в основных СФР показывал смешанные результаты (Приложение В). Банки в некоторых странах Латинской Америки оставались в плохом положении как следствие ухудшения общей экономической ситуации. Во-первых, хотя все страны в регионе – кроме Мексики – имели средний рейтинг финансовой силы выше D, слабые банки все еще оставались и быстрый рост кредита

маскировал принятие ими чрезмерных рисков. Во-вторых, некоторые банки, имевшие хорошие балансы, вскоре оказались неплатежеспособными. Это лишь подчеркивало необходимость дальнейшего улучшения прозрачности и раскрытия информации о качестве банковских кредитов.

Банковская система Аргентины показала наибольшую устойчивость к событиям в Азии и, в отличие от периода «текила кризиса», депозиты продолжали расти в последнем квартале 1997 г. Рост процентных ставок был недолгим и меньшим, чем в Бразилии, вызвав лишь небольшие потери по торговым портфелям и незначительные ухудшения по кредитным портфелям. Чили и Венесуэла подверглись лишь косвенному воздействию азиатского кризиса через снижение цен на сырье в начале 1998 г. Банковские системы обеих стран имели хорошие балансовые показатели и поэтому были в состоянии противостоять воздействию более высоких процентных ставок.

Даже в Чили, где банковская система была более устойчивой в результате предпринятых мер после глубокого кризиса в начале 1980-х гг., два крупнейших банка слились и это усилило давление к слиянию более мелких банков. В большинстве стран в регионе концентрация увеличилась в результате органического роста крупнейших банков. Важным мотором консолидации в банковской системе стран Латинской Америки стал допуск иностранных банков, что придало новую конфигурацию банковскому сектору и повысило его эффективность и стабильность.

В большинстве стран Латинской Америки в банковской системе активно протекал процесс консолидации через приватизацию, слияния и поглощения. Внешние шоки, такие как «эффект текилы» и азиатские кризисы, лишь ускорили этот процесс. Менее чем за четыре года после кризиса 1994–1995 гг. были поглощено, присоединено или ликвидировано 110 банков в пяти странах (табл. 5.3).

Иностранные банки приносят с собой в регион лучшую практику управления рисками и имеют преимущества в

Таблица 5.3
Число финансовых институтов
в странах Латинской Америки

	1994	1997	Изменение
Аргентина	202	138	-64
Бразилия	271	233	-38
Чили	37	32	-5
Мексика	36	53	17
Венесуэла	129	109	-20

Ист.: IBCA; Standard & Poor's.

масштабах своей деятельности. Структура финансовой индустрии в Латинской Америке все больше приближается к той, которая существует в Европе. Несмотря на это, основными проблемами по-прежнему остаются состояние пруденциального регулирования и надзора в странах Латинской Америки.

Напротив, финансовое состояние банковского сектора в СФР европейского региона значительно улучшилось вследствие предпринятых усилий по реструктуризации и допуска иностранных банков в некоторые восточно-европейские страны. Если рассмотреть те шаги, которые были предприняты властями в переходных экономиках по реструктуризации банковской системы, то отметим следующее. Самые здоровые банковские системы существовали в Венгрии и Польше, где власти поощряли рекапитализацию банков. Улучшение качества активов произошло благодаря решению о существенном увеличении иностранного участия в банковском секторе. Напротив, рекапитализация больших банков в Чехии в 1992–1993 гг. не сопровождалась реструктуризацией, а доля просроченных займов составляла четверть. Однако в последующем ситуация улучшилась – власти приватизировали более крупные банки.

Улучшение произошло и в Азии, хотя прогресс был медленным, а слабости все еще оставались в некоторых странах, главным образом, из-за растянувшейся реструктуризации банковского и корпоративного секторов. Еще один вариант восстановления банков – это слияние с иностранным партнером и некоторые страны (особенно Корея и Таиланд) расширили доступ для иностранных собственников. Структурные меры для повышения устойчивости финансовой системы включали ужесточение регулирования и наблюдения, в т.ч. по выявлению невозвратных ссуд, адаптации международных стандартов учета, улучшение раскрытия финансовой информации, ужесточение требований по капиталу.

В России банковский сектор до кризиса 1998 г. оставался небольшим: банковские ссуды составляли лишь 10% от ВВП из-за слабого спроса на деньги и недоверия к большому числу банков вследствие слабого лицензирования. Большая часть банков продолжала проводить торговые операции с ценными бумагами и их рыночные риски были чрезмерны – их прибыльность была очень низкой в период очень изменчивых условий на рынке в конце 1997 г. Слабое пруденциальное наблюдение, практически нереструктуризованный сектор предприятий и отсутствие эффективной процедуры банкротства – все это и обусловило высокий уровень неоплаченных ссуд: 20–25% от их общего числа. Однако, после 1996 г. банковское регулирование стало ужесточаться, а спрос на деньги стал расти вследствие улучшения макроэкономического фундамента – все это привело к росту банковского кредита в 1997 г.

Большинство СФР предприняли усилия по ужесточению правил регулирования, согласно с основными принципами эффективного надзора, провозглашенными Базельским комитетом по банковскому надзору (Базель II). Страны предприняли значительные улучшения в правилах учета, раскрытия финансовой информации, классификации займов и их обеспечения и адекватности капитала.

5.4.1. Рекапитализация и реструктуризация банков: международный опыт

В условиях, когда трудности испытывает значительное число кредитных учреждений, основными средствами решения проблемы служат реструктуризация и/или рекапитализация банковской системы. Главная цель реструктуризации – необходимость восстановления отдельных банков (их прибыльности и платежеспособности). Стратегия должна определить способы укрепления жизнеспособных банков, улучшение операционной среды для всех банков и решение проблемы нежизнеспособных банков. Этот процесс, который может продолжаться ни один год, часто требует введение новых законов и институтов или пересмотра старых; разработку стратегии ликвидации, слияния, продажи или рекапитализации банков; реструктуризации и восстановления банковских активов. Стратегия оздоровления банковского сектора должна обеспечивать наименьшую нагрузку на бюджет. Реструктуризация означает ликвидацию нежизнеспособных банков, слияния неустойчивых банков со здоровыми финансовыми институтами.

Рекапитализация предполагает восстановление капитальной базы ослабленных банков. Поскольку в этих случаях намечается использование государственных средств для поддержки проблемных банков, необходимо принятие решения относительно способов защиты банков и последующих мер по неинфляционному покрытию затрат за счет экономии по другим статьям государственного бюджета. Сложность выполнения данных решений в значительной мере связана с ресурсными ограничениями. Рекапитализация (увеличение капитала) банков является необходимым, но недостаточным условием восстановления кредитных учреждений. Рекапитализация может быть эффективной только в сочетании с успешной реструктуризацией. Ограничения в законодательной системе – основная причина недостаточно результативной реструктуризации банков. Даже если стратегия восстановления всесторонне

проработана и полностью согласована, именно недостатки в законодательной системе могут препятствовать предпринимаемым усилиям. Результатом может стать: 1) недостаток действий в отношении банков-банкротов; 2) более высокие издержки предпринимаемых мер; 3) слабость всей банковской системы.

Недостатки в законодательстве включают:

- ограниченные возможности для списания акционерного капитала банка;
- ограничения в осуществлении продажи или передачи (трансфера) активов банка-банкрота;
- недостаточный мандат супервизоров и других агентств. Для этого они должны иметь ясную организационную структуру, адекватно капитализированы и иметь в своем составе профессионалов;

- во многих юрисдикциях судьи имели ограниченные знания о банковском законодательстве, а это создавало препятствия для судебного преследования бывших управляющих и директоров банков-банкротов.

Стратегия реструктуризации начинается с диагноза финансовых условий отдельных банков. Необходимо определить размер потерь банка и учесть полное воздействие кризиса на экономику. А информация, которой обладают супервизоры, должна базироваться на унифицированных оценочных критериях. Супервизоры также должны обладать достоверной информацией о структуре собственности банка (государственный или частный, иностранный или национальный, концентрация собственности), чтобы определиться с поддержкой со стороны существующих или потенциально новых частных собственников. Диагнозу банковского сектора обычно препятствует ограниченный набор данных.

Часто используемой мерой платежеспособности является мера адекватности капитала (CAR) согласно Базельским соглашениям. Если такая оценка затруднена,

тогда супервизоры могут использовать другие источники информации, чтобы определить жизнеспособность банка. Банк считается жизнеспособным, если: 1) он остается прибыльным и в среднесрочном периоде остается конкурентоспособным по доходности; 2) акционеры способны его поддержать. Как только диагноз получен, супервизоры классифицируют банки и разрабатывают подходящую стратегию. Обычно используется три категории: а) жизнеспособный и удовлетворяющий требованию CAR и другим обязательным нормативам; б) нежизнеспособный и подлежащий ликвидации; в) жизнеспособный, но недокапитализированный. В последнем случае нужно определить, а смогут ли акционеры рекапитализировать свой банк за приемлемый период или потребуется государственная поддержка. И далее денежные власти должны пройти непростой процесс контроля за ходом реструктуризации. Необходимо устранить все нежизнеспособные банки, но при этом надо продумать защиту вкладчиков, чтобы не вызвать угрозу заражения.

Страны Азии, пострадавшие от кризиса, и Турция проводили очень жесткую политику в отношении банков-банкротов, при этом сохранив полные гарантии для вкладчиков. Стратегию реструктуризации для жизнеспособных банков, переживших системный кризис, можно разделить на два направления: вовлечение частного и общественного сектора (через участие государства).

Частный сектор. Акционеры всегда несут ответственность за рекапитализацию своего банка, но если они не могут это выполнить немедленно, то могут быть предложены в отношении таких банков следующие жесткие условия: приостановка распределения дивидендов пока не будет восстановлен требуемый уровень капитала. Если первоначальные владельцы не способны рекапитализировать банк, то нужно искать новых частных владельцев.

Помощь государства. Неспособность частного сектора решить проблему не значит ликвидацию банка. Могут

сложиться обстоятельства, когда потребуется вмешательство государства, чтобы ограничить издержки для реальной экономики, когда большое число банков оказались банкротами.

Здесь могут быть предложены различные методы:

- 1) совместные усилия по рекапитализации;
- 2) операции по покупке или поглощению, когда публичные фонды используются, чтобы компенсировать передаваемые обязательства и сохранить стоимость активов;
- 3) национализация (для дальнейшей реприватизации).

На этом пути могут случаться различные трудности:

Задержки и проволочки. Это может привести к тому, что финансовые условия банков будут продолжать ухудшаться, а издержки восстановления возрастать.

Чрезмерная снисходительность. Разрешение кризиса не должно преследовать цель защитить все банки. Контроль должен осуществляться только за жизнеспособными банками, а нежизнеспособные банки должны быть устранены.

Распределение потерь среди акционеров. Во всех случаях, акционеры должны нести ответственность за убытки своего банка. Иначе, акционеры не будут иметь стимулов в управлении своим банком.

Недостаточная политическая поддержка. Решение банковских проблем потребует перераспределение ресурсов внутри экономики. Акционеры первыми понесут потери, но дополнительные потери понесут также держатели субординированных долгов, вкладчики и другие кредиторы и правительство (в конечном счете, налогоплательщики). Разногласия внутри правительства о том, как распределить бремя потерь, отразятся и на более высоких фискальных издержках и на меньшей эффективности банковской системы.

Как только начинается осуществляться рекапитализация, операционная деятельность банка должна быть улучшена путем создания подходящей системы стимулов для собственников банка, управляющих и супервизоров. Должны быть преодолены недостатки в процессе контроля, регулирования, в законодательной базе, отчетности и налогово-

бложении. Например, в Чили, где реструктуризация была успешна после кризиса 1980-х гг., менеджеры были уволены, акционеры понесли потери, а мошенничество, где оно существовало, преследовалось по закону. Более того, правила отчетности и контроля были приближены к международным стандартам, а банкам запрещалось предоставлять ссуды неплатежеспособным заемщикам и они должны были дважды в год получать рейтинги со стороны частных кредитных агентств.

В Малайзии были учреждены кредитные бюро, чтобы банки могли лучше оценивать информацию о потенциальных заемщиках. Рыночно-ориентированный подход в Новой Зеландии, который возможно не может быть применен в каждой стране, фокусируется на раскрытии информации и стимулах. В дополнение к их балансовой отчетности и отчету по доходам, банкам требуется ежеквартально раскрывать и другую информацию, включая качество активов и обеспечения, систему риск-менеджмента, концентрацию ссуд, кредитные рейтинги. Сокращенные схемы раскрытия должны применяться ко всем банкам, а полные – по требованию. Банковские управляющие должны засвидетельствовать, что представленная информация не вводит в заблуждение, в противном случае они могут привлекаться к уголовной ответственности. Как показывает международный опыт, риски, связанные с рекапитализацией за государственный счет, достаточно велики.

В частности, пример ряда стран свидетельствует, что рекапитализация может создавать дополнительные стимулы к расширению рискованных операций отдельных групп кредитных учреждений, способствовать распространению злоупотреблений со стороны менеджмента, что в конечном итоге снижает устойчивость банковской системы и приводит к значительным финансовым потерям для государства, вкладчиков и кредиторов. В таких странах, как США (1973–1992 гг.), Чили (1973–1984 гг.), Венгрия (1991–1994 гг.), Таиланд (1984–1987 гг.) полная защита владельцев депозитов

и кредиторов в сочетании с рекапитализацией за государственный счет способствовала созданию стимулов к повторной рекапитализации, снижению ответственности менеджмента за качество управления банками, что в целом увеличило стоимость программ по преодолению кризисов в банковской системе. Так, правительство Венгрии рекапитализировало коммерческие банки 4 раза – в 1991 г., 1992 г., 1993 г. и 1994 г., что крайне дорого обошлось для бюджета и в целом замедлило превращение коммерческих банков страны в современные эффективные институты²¹.

Прямое или косвенное использование бюджетных средств для поддержки обанкротившихся банков является формой помощи, которая подавляет здоровую конкуренцию и не оставляет надежды на использование других, менее привлекательных для гибнущих банков механизмов оздоровления. Подавление конкуренции происходит также в результате ослабления регулирующих требований к проблемным банкам. Прежде всего, необходимо разделять меры по восстановлению ликвидности и помощь банкам – фактическим банкротам. В качестве помощи, как правило, рассматривается большинство долгосрочных (стабилизационных) кредитов центрального банка. Должен быть определен порядок средств, которые государство может затратить на поддержку банковского сектора. Безвозмездное использование государственных средств на увеличение капитала банков оправдано, если их трудности были порождены кредитованием госсектора под давлением правительства.

Однако в той части, в которой трудности возникли не по вине правительства, расходы по рекапитализации и предоставлению прочей помощи банкам должны быть возмещены самими банками либо в будущем по мере восстановления рентабельности, либо сразу после передачи правительству долей участия в капитале собственниками банков. Для минимизации затрат и обеспечения устойчивых результатов санирования частный сектор с самого начала должен привлекаться к участию в решении данных проблем. В этой связи особое зна-

чение приобретает задача справедливого распределения финансового бремени, связанного с оздоровлением банковской системы. Финансовая поддержка должна оказываться преимущественно на возмездной основе и на условиях, определяемых правительством, включая предоставление кредитов, впоследствии погашаемых самими банками. Это необходимо для того, чтобы исключить возникновение новых убытков из-за рискованной политики руководства банков и возможных злоупотреблений. Поддержка должна увязываться с выполнением планов по санированию кредитного портфеля, а также с успехами в деле взыскания безнадежной задолженности.

Управление недействующими активами. Во многих странах в рамках мер по преодолению системных банковских кризисов были созданы в той или иной форме компании по управлению активами. Страны, столкнувшиеся с системным банковским кризисом, использовали как централизованные, так и децентрализованные способы работы с активами (См. Приложение Г). В последнем случае соответствующие структуры создаются в составе или за пределами отдельных банков. Преимущество такого подхода в том, что банки могут накопить потенциал управления проблемными кредитами.

Не следует также сбрасывать со счетов и то, что банки по отношению к своим заемщикам могут быть менее объективны, в том числе продолжать кредитовать заемщиков, не обслуживающих долги (в литературе они иногда называются вечнозеленые займы). В случае, если банк ликвидируется, процесс банкротства фокусируется на ликвидации активов и обычно отсутствует административная структура для работы с кредитами.

В силу этих причин многие страны делают выбор в пользу централизованных компаний по управлению активами для работы с проблемными кредитами. Хотелось бы отметить, что в мире в этом бизнесе традиционно подбираются крайне несентиментальные люди. Проблемные кредиты обмениваются на долговые обязательства компаний по управлению активами, либо непосредственно на долговые обязательства

правительства. Создание централизованных компаний по управлению активами в последнее время преобладает. Децентрализованная схема оказывается эффективной, если трудности испытывает небольшое число банков. Она также рекомендуется при работе с кредитами предприятий, поскольку в этом случае, в отличие от займов под недвижимость, кредиты очень индивидуальны, поэтому важное значение имеет информация банка о клиенте. Но преимуществом централизованного подхода может стать не экономия на масштабе, возникающая при централизации работы с большим числом однородных кредитов, а лучшая переговорная позиция у централизованной компании по управлению активами при выработке соглашения о возврате долгов.

В целях облегчения реструктуризации проблемных банков государство может осуществлять частичную или полную покупку их активов. Такие покупки, как правило, проводятся либо агентствами по страхованию депозитов, либо центральными банками. При этом программа по покупке плохих активов сопровождается мерами, направленными на капитализацию банков. Государство, выкупающее задолженность у коммерческих банков, должно сразу предпринять усилия по реализации активов с тем, чтобы избежать дальнейшего снижения их качества и сократить нагрузку на бюджет. Как правило, функции по реализации указанных активов передаются специализированным агентствам или на доверительной основе самим коммерческим банкам.

Следует особо подчеркнуть, что поддержка испытывающих серьезные трудности банков может быть оправдана лишь на ограниченный период. Она сопряжена со слишком серьезными рисками экономического и морального порядка и должна сочетаться с более радикальными мерами по оздоровлению банков. Самым главным ее пороком является искусственное продление «агонии» заведомо неплатежеспособных банков и создание порочных стимулов для менеджмента, фактически поощряя его на излишне рискованные действия или даже злоупотребления.

Глава 6. Финансовая либерализация и банковский кризис

Часто кризисы происходят в период быстрой финансовой либерализации и технологических инноваций в странах со слабым наблюдением и регулированием или где власти напрямую вмешиваются в кредитный процесс. Недостаточно жесткое регулирование в условиях финансовой либерализации также порождает проблему морального риска, поощряя финансовые институты с недостаточным капиталом идти на чрезмерные риски.

Точка зрения, что финансовая либерализация может усилить финансовую хрупкость довольно часто приводится в разных исследованиях, поскольку она приводит к принятию банками повышенных рисков²². С ограниченной ответственностью и явными и неявными гарантиями, когда банковский капитал разрушается, банкиры не несут полностью бремя рисков. Если в стране не существуют хорошо развитых институтов и существует слабое пруденциальное регулирование и наблюдение за рисками, либерализация может увеличить хрупкость за пределы общественно допустимого. А. Демиргук-Кунт и Э. Детраджич также обнаружили, что кризис наиболее вероятен в стране, которая либерализовала свою финансовую систему. Но если существует хорошо развитая институциональная среда (правила и законы), низкая коррупция и хорошо действующее правоприменение (исполнения) законов, то этот эффект можно смягчить²³.

Либеральный путь, по которому проходила реформа банковской системы при переходе к рыночной экономике в России, имел как плюсы, так и минусы. Плюсы – демонополизация и динамичное развитие сектора банковских услуг. Издержки у этого процесса неизбежны, в том числе и появление большого количества нежизнеспособных мелких и мельчайших банков. Едва ли не основной минус российского пути реформирования банковской системы – это отставание в строительстве механизмов ее регулирования.

В значительной мере это предопределялось отставанием процессов создания инфраструктуры и реализации принципов рыночного регулирования экономики вообще. В любом случае, недоразвитость системы регулирования и надзора за деятельностью банков создавала самостоятельный фактор банковского кризиса.

6.1. Последствия либерализации для банковского сектора

Под финансовой либерализацией следует понимать устранение ограничений в деятельности банков и других финансовых учреждений при оказании финансовых услуг, например, при предоставлении кредитов, оформлении вкладов и т. п. Это дает возможность финансовым институтам самостоятельно решать, кому и по каким критериям выделять кредиты, позволяет самим устанавливать цену на предоставляемые кредиты и проценты по принимаемым вкладам, а также определять, куда (помимо кредитования) направить имеющиеся в их распоряжении средства. Между финансовой либерализацией и банковским кризисом имеется тесная связь, которая заслуживает пристального изучения.

На рис. 6.1 показано воздействие притока капитала на формирующиеся рынки. Финансовая интеграция приводит к росту притока капитала, что, в свою очередь, увеличивает цены на активы (или рационально, либо иррационально), улучшает ликвидность и расширяет банковское кредитование. Бум заимствований вызывает безудержное потребление и потенциально может образоваться финансовый «пузырь». Кроме повышения цен на активы, укрепление реального курса валюты также повышает уязвимость макроэкономики. Слабый и недостаточно хорошо регулируемый банковский сектор может усугубить этот процесс путем предоставления займов для спекуляций, расточительного потребления, включая подпитку строительного бума. И когда раздутые активы используются в качестве залога для последующих займов, создается порочный круг бумов-банкротств.



Рисунок 6.1. Влияние финансовой либерализации на банковский сектор

В 1980-е гг. и, главным образом, в 1990-е гг., под воздействием экономических трудностей в ряде стран начались радикальные изменения в хозяйственной политике, институциональной структуре и общем функционировании экономики, а также в способах достижения государственных целей. В связи с постепенным экономическим отставанием многие страны Латинской Америки и Азии, а также страны с централизованным планированием относительно быстро отказались от вмешательства государства в экономику и сняли ограничения на хозяйственную деятельность.

Процесс либерализации распространился также на финансовый сектор и, прежде всего, на банки, которые длительное время относились к наиболее регулируемым сферам предпринимательства не только в развивающихся, но и во многих развитых странах. Большинство специалистов сходится во мнении, что финансовая либерализация сама по себе представляет позитивное явление, так как позволяет направлять сэкономленные средства туда, где они могут использоваться наиболее

эффективно. Тем самым, либерализация способствует ускорению экономического роста.

Однако опыт многих стран свидетельствует, что при определенных условиях она может вызывать на некоторое время повышение затрат и рисков. Есть мнение, что либерализация сильно увеличивает уязвимость финансового сектора во многих странах, а слабый банковский сектор сыграл решающую роль в мексиканском и азиатском кризисах²⁴.

Предпринимательство в банковской сфере по своей сути всегда связано с риском. Как уже отмечалось, в странах, где проводится либерализация, существует ряд каналов, посредством которых внешние неблагоприятные факторы и временно возросшая нестабильность экономических параметров могут негативно повлиять на финансовое положение банков и их клиентов и вызвать банковский кризис. Характерной чертой финансовой либерализации является повышенная нестабильность экономических показателей (цен на активы, процентных ставок, валютных курсов и т. п.), которая также представляет потенциальную опасность для банков.

Как показал финансовый кризис в Юго-Восточной Азии, усиливаются колебания валютного курса, что связано прежде всего с либерализацией внешней торговли и операций с капиталом. В случае неустойчивого положения банка на валютном рынке изменение валютного курса может быстро в корне преобразить финансовую ситуацию. Если банк переадресовывает риск изменения курса на своих клиентов, то это приводит лишь к замене курсового риска кредитным риском.

Предприятия и банки, которые после снятия ограничений получили возможность изыскивать финансовые ресурсы за рубежом по кажущейся им более низкой цене, часто не учитывают риска изменения валютного курса. События 1997 г. в Юго-Восточной Азии, когда резкое обесценивание национальных валют застигло ряд банков врасплох, свидетельствует о том, что подобная по-

литика опасна. Благоприятную среду для возникновения банковского кризиса создает сочетание унаследованных проблем и специфических процессов либерализации. Вероятность появления зародышей кризиса увеличивается из-за недостатков институционального и правового характера, с которыми сталкиваются банки и другие финансовые институты. Эти недостатки порождают нежелательные стимулы в деятельности банков, в лучшем случае, приводящие к рискованному поведению, а в худшем – к незаконной деятельности.

Расширяя границы своей деятельности, банки могут разнообразить источники финансирования и способы размещения ресурсов. Вместе с тем, высокая неопределенность, характерная для периода финансовой либерализации, противодействует проведению осторожной политики. В новых условиях для банков открываются широкие возможности и становятся все более привлекательными рискованные и даже незаконные операции. В условиях возросшей неопределенности в экономике все труднее четко разграничить неосторожное и незаконное поведение. Если банки ведут себя осторожно, то расширение сферы их деятельности может принести пользу, так как при этом смягчается шоковое воздействие непредвиденных обстоятельств. Однако при отсутствии необходимого опыта, неосторожном поведении или незаконных операциях возросшая свобода действий банка чревата различного рода осложнениями: увеличением объема убыточных кредитов, невыполнением обязательств перед кредиторами и в перспективе – неплатежеспособностью, которая может привести к банковскому кризису, сократить объем финансового посредничества и, в конце концов, отрицательно сказаться на экономическом росте.

Вследствие общей либерализации ухудшается финансовое состояние многих предприятий и уменьшается объем ресурсов, используемых для возврата банковских кредитов. Либерализация предпринимательской деятельности

часто порождает буквально поток рискованных проектов. Пропорционально растет спрос и на банковские кредиты. Во многих случаях речь идет о субъектах, прежде не пользовавшихся кредитом или функционировавших в совершенно иной среде (высокий уровень инфляции, замкнутый рынок). Это затрудняет оценку их кредитоспособности и соответственно риска кредитования таких проектов. Вместе с тем, банки испытывают необходимость сохранить или усилить свое положение на рынке, что может привести к утрате осторожности и повышению вероятности принятия ошибочных решений.

При быстром развитии экономики в результате успешной либерализации и стабилизации временно прибыльными могут стать предприятия, которые в обычных условиях убыточны. Однако, в связи с недостаточной информированностью, банкам трудно оценить риск предоставления кредитов таким предприятиям. Проблема осложняется тем, что количество средств, размещаемых в банках, в целом возрастает. Это увеличение часто опережает рост числа проектов, привлекательных для кредитования, и развитие способности банков эффективно размещать средства. Во время экспансии кредитов нередко принимались решения, которые позже, при ухудшении экономических условий, послужили причиной банковского кризиса.

6.2. Роль кредитных бумов в происхождении кризисов

Многие характеристики институциональной и регулирующей среды могут вносить свой вклад в уязвимость банковской системы. Здесь мы хотели бы сосредоточиться на роли макроэкономических сил, в частности, на кредитных бумагах, которые могут усиливать финансовую уязвимость, способствуя эндогенному падению качества банковских активов.

Согласно определению МВФ, кредитным бумом является избыточное предложение кредита в течение трех и более лет, не связанное с фундаментальными факторами, такими как рост ВВП или развитие финансовой системы.

Чрезмерное наращивание кредита может представлять собой угрозу, так как нередко заканчиваются резким сокращением с последующими шоками для финансового и реального секторов. По данным МВФ за последние 30 лет 75% кредитных бумов в развивающихся экономиках сопровождались банковскими кризисами, а 85% – девальвациями национальных валют²⁵. Часто эти кризисы происходили одновременно, поэтому важна своевременная идентификация кредитных бумов как ранних сигналов масштабного финансового кризиса.

Обычно банковскому кризису предшествует стадия экономического бума, переходящего в спад в год кризиса, а также резкая кредитная и депозитная экспансия. Очень опасна ситуация, когда скорость увеличения депозитов сильно превышает рыночную процентную ставку, то есть наблюдается большой нетто-приток капитала в банки от вкладчиков. Банки в такой ситуации могут свободно выполнять все свои обязательства вне зависимости от реального качества активов и общей платежеспособности. Во время кредитного бума гораздо меньше внимания уделяется и риск-менеджменту, оценить реальное состояние банка сложно. Так, в Мексике за шесть лет, предшествовавших разрушительному кризису 1994 г., «стоившему» до 40% ВВП, объем банковских кредитов вырос в пять раз²⁶.

Исследователи кризиса конца 1990-х гг. в Юго-Восточной Азии в один голос твердят: в странах региона, переживших кризис, стандарты кредитования были слишком мягкие и либеральные, а кризису предшествовал кредитный бум. Тогда основная часть заемных средств была вложена в высокорисковые активы (вроде ценных бумаг и недвижимости), а не была направлена на продуктивные инвестиции. В Таиланде, Малайзии и Индонезии ипотечные кредиты составляли 40% всего предкризисного кредитного портфеля, что рождало определенные риски для кредиторов. Высокие процентные ставки снижали ценность заложенных объектов недвижимости, переводя кредиты в разряд «мертвых»²⁷.

В качестве иллюстрации приведем картину сложившихся финансовых условий в Чили вследствие либерализации потоков капитала в конце 1970-х гг. (табл. 6.1).

Как видно из табл. 6.1, чрезмерное потребление во второй половине 1970-х гг. было поддержано внешними факторами, т. е., притоком иностранного капитала, в основном ссудного, через банковскую систему. На фоне дефицитного бюджета и укрепления валюты (положительное сальдо ПБ) это спровоцировало неблагоприятную внешнюю среду. С началом долгового кризиса в Латинской Америке в 1982 г. наблюдалась остановка притока капитала и кредитный кризис.

Эпизоды «чрезмерного заимствования» в период бумов, когда банковская система является основным посредником между иностранными кредиторами и местными заемщиками, сменяющиеся финансовыми кризисами наблюдались также в ряде стран Латинской Америки в 1980-е гг.

Чрезмерное заимствование возникает из-за слишком оптимистических взглядов резидентов на ожидаемые результаты реформ, а они, в свою очередь, поддерживаются системой страхования банковских депозитов. Они порождают «провалы рынка», которые скрыты до тех пор, когда их эффект уже поздно принимать в расчет, решения о потреблении и инвестициях уже приняты и «чрезмерное заимствование» произведено.

Таблица 6.1
«Чрезмерное заимствование» в Чили
накануне кризиса в 1978–1982 гг., в % ВВП

	1978	1979	1980	1981	1982
Инвестиции	16,5	19,6	23,9	23,9	9,6
Потребление	72,4	71,1	70,5	76,2	76,1
Бюджетный дефицит	0,8	-1,7	-3,1	-1,6	2,4
Текущие счета ПБ	7,7	5,7	7,2	14,6	9,4

Ист.: Dornbusch R., Edwards S. Exchange Rate Policy and Trade Strategy // The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges. Wash., 1994.

Как можно видеть из приведенных данных, отличительным признаком периода «чрезмерного заимствования» является:

- стремительный рост внутренних кредитов во многом финансируемых из притока иностранного капитала в банковскую систему. Это ведет к более высокому уровню внутреннего потребления;
- увеличение дефицита по счету текущих операций ПБ, т. к. большая доступность финансирования из-за рубежа ослабляет внешние ограничения;
- снижение денежного контроля внутри страны и растущая или долговременная инфляция, обычно связанная с проблемами, возникающими при попытке нейтрализовать притоки капитала;
- повышение реального обменного курса: цены внутренних активов (в т.ч. на недвижимость) при этом возрастают;
- сильная уязвимость со стороны шоков и возросшая вероятность того, что стабилизационная программа сойдет с рельсов и произойдет откат.

В первой половине 2000-х гг. многие страны СФР испытали кредитный бум в частном секторе (рис. 6.2). Особо заметными темпы роста кредита были в регионах Латинская Америка, Восточная Европа, наиболее сильно пострадавших от последнего финансового кризиса 2008–2010 гг.

Китай, Бразилия, Колумбия, Индия, Индонезия и Турция отмечены как страны с наивысшим значением темпов роста кредитов (по реальному значению в диапазоне от 10 до 20% ежегодно) за последние пять лет (2005–2010 гг.). Такие темпы вписываются в траекторию циклов кредитных бумов / спадов в предыдущий период²⁸.

В целом переход к финансированию в национальной валюте уменьшает риск кредитования частных заемщиков в СФР. В той мере, в какой кредитная экспансия обеспечивается краткосрочными банковскими займами из-за границы, она угрожает банковской системе риском внезапного

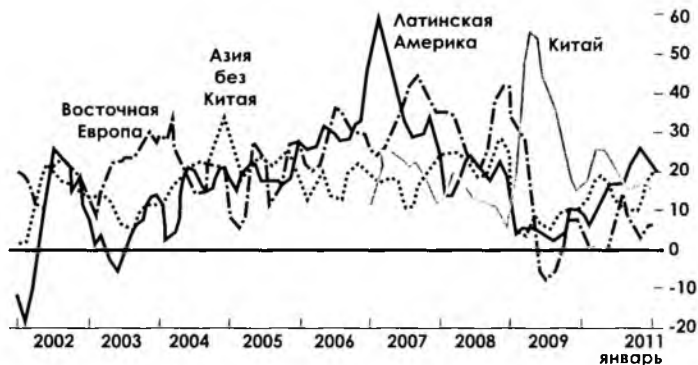


Рисунок 6.2. Среднегодовые темпы роста частного кредита, в %

Ист.: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; IMF, International Financial Statistics.

изъятия этих средств. Внезапное изменение обстоятельств может вызывать инфляционное давление или привести к ухудшению кредитного качества. Беспокойство быстрым ростом кредита особенно усиливается в случае, если он сопровождается бумом на рынке недвижимости и происходит в контексте макроэкономических дисбалансов. Поддержание надежности банков вынуждает супервизоров во многих этих странах ужесточать меры пруденциального надзора еще до того, как ухудшится качество кредита.

Влияние кредитных бумов-сжатий на экономическую динамику нельзя оценивать однозначно. Так ли они опасны в долгосрочной перспективе? При всех рисках кредитной экспансии она является необходимым этапом развития экономики и денежно-кредитной системы. Финансовые кризисы имеют негативные последствия, приводя к временному снижению производства, доходов населения и т. д. Но экономики, пережившие подобные кризисы, как правило, довольно быстро восстанавливаются и через два-три

года набирают прежний темп развития. В долговременной перспективе эти кризисы не играют определяющей роли. Мало того, оказывается, что именно те страны, которые, переживали финансовые (банковские и валютные) кризисы, росли быстрее чем те, которые не испытали серьезных финансовых потрясений.

Положительный эффект принятия системных рисков проявляется лучше всего в группе развивающихся стран, имеющих средний уровень развития финансовой системы. Для стран с более совершенными финансовыми институтами и рынками ограничения на заимствования играют меньшую роль, благодаря чему ослабевает действие финансового акселератора (т. е. способность заемных средств увеличить стоимость активов и капитала и в целом, чистую стоимость богатства). Для экономик с неразвитыми рынками данный механизм перестает действовать вовсе, поскольку у компаний мало возможностей для увеличения финансового плеча.

Оценки для разных групп стран подтверждают такую закономерность. Отсюда можно сделать два практических вывода. Во-первых, по нашему мнению, по уровню развития финансовой системы современную Россию вполне правомерно отнести к средней группе (в 1990-е гг., когда кредитование было недоступно ни реальному сектору, ни населению, Россия действительно была финансово-неразвитой страной). Ее финансовая система при всех недостатках способна обеспечивать потоки средств от кредиторов к заемщикам и даже порождать экспансию кредитных ресурсов. Если так, то системных рисков, связанных с бумом кредитования, не стоит избегать любыми средствами, так как их принятие Россией отвечает модели быстрого развития экономики.

Второй вывод касается неявных гарантий государства по отношению к компаниям-заемщикам. Отношение к этим гарантиям не должно быть однозначно отрицательным. Неявные обязательства поддержки в случае системных

рисков (в форме ex-post спасения «критической массы» крупных заемщиков или в виде политики стабильного реального обменного курса), позволяют преодолеть несовершенства финансовой системы, ослабляя ограничения на объемы кредитования. Такая политика, с одной стороны, стимулирует возникновение кредитных бумов с избыточными рисками, но, с другой, дает в длительной перспективе выигрыш домохозяйствам, оплачивающим неявные гарантии государства.

Выигрыш заключается в переключении экономики на траекторию более быстрого долговременного роста на основе инвестиций. Здесь просматривается аналогия с системой страхования депозитов, которая создает негативные стимулы участников, но уменьшает вероятность системных банковских кризисов из-за панических настроений. Без этого банковская система не может выполнять в полной мере функции финансового посредника. Следуя данной логике, можно считать вполне приемлемым, что в определенных ситуациях государство выступает неявным гарантом по обязательствам принадлежащих ему компаний.

Основными факторами системных рисков, связанных с кредитной экспансией в российской экономике, являются слабость финансовой (банковской) системы и низкая диверсификация экспорта. Попытки реформирования банковской системы не устранили ее главных недостатков, таких как неэффективность кредитных решений, недооценка рисков, неоптимальная структура балансов, непрозрачная собственность. При таких особенностях в условиях бума на первый план выходит количественный рост кредита в ущерб качественным показателям.

6.3. Финансовая либерализация как фактор кризиса

Все кризисы 1980–1990 гг. по времени совпали с растущей глобализацией мировой экономики, особенно это касается растущей мобильности и волатильности потоков капитала²⁹. Оказывается, что одни и те же причины приводят как к эконо-

мическому росту, так и к финансовой хрупкости. Речь идет о финансовой либерализации, которую проводят страны СФР с 1980-х гг. Чтобы объяснить, почему либерализация приводит к разным результатам, надо учесть, что многие развивающиеся страны имеют недоразвитую законодательную основу для развития финансового сектора³⁰.

Поскольку либерализация не всегда сопровождается реформой законодательной и судебной систем, проблемы только нарастают. Все зависит от того, на какой стадии развития находится законодательная база в стране. Соответственно выделяются страны с хорошо и слабо развитой законодательной основой. Исследования показывают, что для стран последней группы торговая либерализация вместе с финансовой либерализацией нередко заканчиваются кризисами. В целом, однако, как торговая, так и финансовая либерализация приводят к более быстрому долгосрочному росту душевого ВВП во множестве стран с активно развивающимися финансовыми рынками. Кроме того, в некоторых быстрорастущих странах кризис не происходил³¹. Как отмечено П. Хоноханом, причинная связь между финансами и экономическим ростом – одна из наиболее поразительных эмпирических макроэкономических взаимоотношений, выявленных в последнее десятилетие³².

Эмпирически подтверждено наличие отрицательной связи между ростом экономики в СФР и вариацией (дисперсией) некоторых макроэкономических переменных (с помощью которой обычно измеряют волатильность). Высокая вариация отражает не только неравномерный «шевроховатый» прогресс, но и так называемую «ухабистость» прогресса вследствие происходящих кризисов. Частота происходящих кризисов обычно измеряется отрицательным скосом (skewness) в распределении реальных темпов роста кредита, что характерно для быстрорастущих стран со слабой законодательной основой. Предположим, что в течение нескольких лет до финансового кризиса в какой-то стране происходит быстрый рост реальных кредитов.

Если в каких-то случаях он завершается резким спадом, то распределение годовых темпов роста кредита смещается вправо, становясь отрицательно скошенным (рис. 6.3). Чем выше показатель отрицательной скошенности, тем сильнее влияние редкого, но негативного события, которым является системный финансовый кризис.

Скос является хорошим измерителем рискованного участка тренда³³. В случае низкочастотного шока появляется отрицательно скошенное распределение (левая асимметрия). Такие скосы обычно появляются в случае падения цен на активы на фондовом рынке. Высокий куртосис (kurtosis) свидетельствует о тяжелых «хвостах» распределения. Два этих показателя являются достаточными для выявления только экстремальных случаев (шоков). Если существует сигнал кризиса (как правило, кратковременного), то на контуре распределения появляется длинный хвост в левой части распределения и высокий куртосис (экссесс). Если существует автокорреляция темпов роста, а кризис носит перманентный характер (или таких кризисов несколько), распределение становится бимодальным (bimodal), то куртосис становится очень низким. Таким образом, он является чувствительным измерителем «ухабистости». Зависящий от степени автокорреляции в шоках, он может принимать значение от 1 до бесконечности (куртосис нормального распределения = 3).

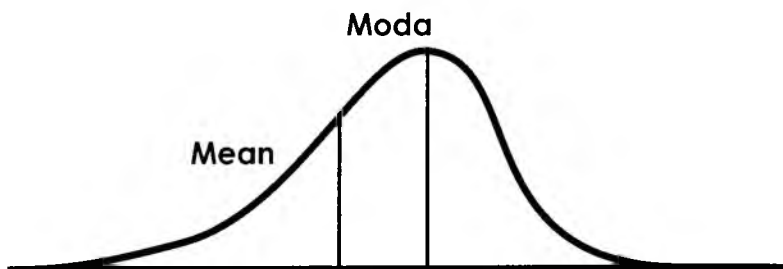


Рисунок 6.3. Левостороннее распределение темпов роста кредита с отрицательным скосом

Ниже в табл. 6.2 показаны значения статистики темпов роста кредитования частного сектора для исследуемой группы 12 СФР в период до и после финансовой либерализации за период с 1981 г. по 2002 г. (Приложение Д). Так, финансовая либерализация ведет к росту среднего значения (mean) на 4 п.п. (с 3.8% до 7.8%) и падению значения скоса почти с 0 до -1.08, и незначительное влияние на вариацию (ст. отклонение) роста кредита. Таким образом, можно сделать следующий вывод: для СФР финансовая либерализация сопровождается финансовым углублением, но этот процесс не идет гладко: он характеризуется кредитными бумагами и крахами.

Влияние финансовой либерализации на среднее значение и неравномерность роста кредита представлено визуально на рис. 6.4. Левая панель показывает значение вариации (дисперсии) отношения кредита (К) к ВВП после либерализации по отношению к его среднему значению в период до либерализации. В течение 6 лет после начала либерализации отношение (К)/ВВП выросло в среднем на 6 п.п. (это значимая величина на 5%-ном доверительном интервале). Правая панель показывает увеличение негативного скоса реальных темпов роста кредита («ухабистость») с почти 0 до -2.5, что также значимо на том же доверительном уровне.

Таблица 6.2
Описание статистики: рост кредита в СФР
до и после финансовой либерализации, в % ВВП

Статистика	Период после либерализации (с 1990-х гг.)	Период до либерализации (1980-е гг.)
1 момент: среднее значение (mean)	0.078	0.038
2 момент: ст. отклонение (σ)	0.151	0.170
3 момент: скос (skewness)	-1.086	0.165

Прим.: Расчет произведен по выборке стран, указанных в Прил. Д, табл. Д.3 и Д.4, по которым были доступны данные по темпам роста кредита в 1980–2002 гг.

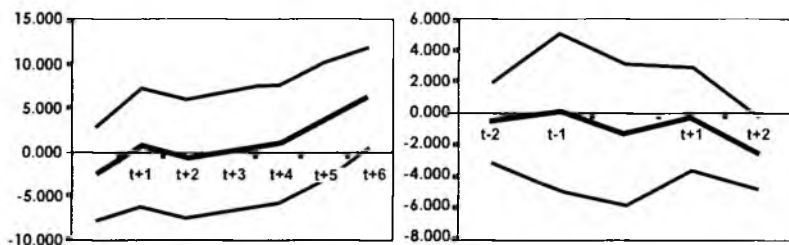


Рисунок 6.4. Дисперсия («кредитный бум») – левая панель; и отрицательный скос («кредитный крах») – правая панель в период до и после начала финансовой либерализации ($t \pm 2$ г.)

Прим. тонкие линии показывают полосу среднеквадратического отклонения $\pm 2\sigma$. В качестве начала периода либерализации на оси абсцисс указана точка t .

В этом примере используется показатель вариации темпов роста кредита, чтобы указать на возрастание кредитного риска, поскольку её высокое значение отражает не только наличие циклов бумов-сжатий, но и резких шоков (экспессов). Причем шоки случаются чаще, чем происходят кризисы, которыми заканчиваются кредитные бумы. В целом, оценка вариации не самый хороший измеритель, чтобы провести различие между экономиками, которые, с одной стороны, отличаются высокорискованным кредитным поведением и, с другой стороны, тех, которые испытали шок. Напротив, негативный скос тренда кредитного роста является хорошим индикатором происходящих кризисов.

Необходимо, конечно, сконструировать более комплексный индикатор кризиса. Но показатель скоса представляется наиболее простым способом, чтобы показать существование наиболее рискованных участков на траектории поведения кредита. Кроме того, он служит дополнением к оценке вариации в регрессии, чтобы отличить «хорошую» волатильность («ухабистость») от «плохой» волатильности (вариации). Первая обусловлена расширением кредита, ослаблением финансовых ограничений и ростом инвестиций. Второй тип связан с проциклической фискальной политикой.

6.4. Анатомия финансовых кризисов в СФР: эмпирическое исследование

Макроэкономические данные свидетельствуют о наличии систематической связи между кредитными бумагами, финансовыми пузырями, реальным укреплением валюты и расширением внешних дефицитов (Приложение Ж). На микроуровне также существует сильная связь между кредитными бумагами и банковской хрупкостью. Множество кризисов в СФР связаны с кредитными бумагами, а последним часто предшествуют огромные притоки капитала. Рост частного кредита (в % от ВВП), т. е. кредитный бум, часто предвещает экономический и финансовый кризис³⁴. Кредитная экспансия предшествовала банковским кризисам во многих странах в последние 20 лет, включая Японию, страны Латинской Америки в 80-х годах, страны Юго-Восточной Азии в 90-х годах XX в. Опыт этих стран свидетельствует, что рост кредита, более чем вдвое превышающий рост ВВП, может считаться сигналом потенциальной угрозы банковского кризиса

Нашей задачей было показать как ведут себя макроиндикаторы и индикаторы по банкам вокруг точки максимального значения кредита (наивысшего отклонения от тренда) на 7-летнем периоде (т. е. ± 3 г. от пикового значения кредита в точке t). Оказалось, что кредитные бумы синхронизированы по странам и наибольшие значения наблюдались вокруг таких событий, как суверенные дефолты в странах Латинской Америки в 1980-е гг., а также накануне резких оттоков капитала из кризисных стран ЮВА в 1997–1998 гг. Около 40% кредитных бумов наблюдалось в странах Восточной Азии в конце 1990-х гг. и 35% – в Латинской Америке в начале 1980-х годов³⁵.

Для анализа кредитных бумов и их идентификации использовался метод «порогов», причем у каждой страны в нашей выборке использовался специфический порог, в зависимости от особенностей циклического развития данной

страны. Кредитный бум определяется как эпизод, когда темп изменения частного кредита намного отклоняется от тренда. Данные по показателю частного кредита брались из Отчетов «International Financial Statistics» за период с 1980 – 2004 гг. для 18 СФР (IFS line 22d или IFS line 42d). Было выявлено 19 кредитных бумов за указанный период (Приложение Д, Табл. Д.2).

В анализе взаимосвязи между кредитными бумагами и макроэкономическими индикаторами мы опирались на теоретические исследования, в которых рассматриваются модели бизнес-циклов с включением «финансовых акселераторов», посредством которых ценовые шоки на рынках активов и товаров усиливаются через расширение балансовых несоответствий³⁶. Например, сверхоптимизм по поводу будущих доходов может вызвать повышение стоимости активов и, соответственно, чистую стоимость фирм, а это, в свою очередь, увеличивает способность фирм заимствовать и тратить. Однако, этот процесс неустойчивый, зависит от фактического состояния экономики и ожидания могут измениться. Начинается обратный процесс: снижение цен на активы и действие финансового акселератора в обратном направлении.

На рис. 6.5 показана динамика развертывания кредитного бума по объединенной выборке СФР на основе отклонения темпов роста реального частного кредита (mediana) от долгосрочного тренда на блетнем окне от точки пика $t = 0$.

Как видим, стадия кредитного бума имеет две составляющие: восходящую и нисходящую и пиковое значение; срединное (median) значение темпов роста кредита отклоняется выше тренда в точке пика почти на 25%. Ниже покажем, как ведут себя некоторые макроэкономические индикаторы (по среднему значению) вокруг точки пика кредитного бума (рис. 6.6).

Как можно видеть, медианное значение показателя РВК отклоняется свыше 8% от тренда в точке ($t=0$) и падает более чем

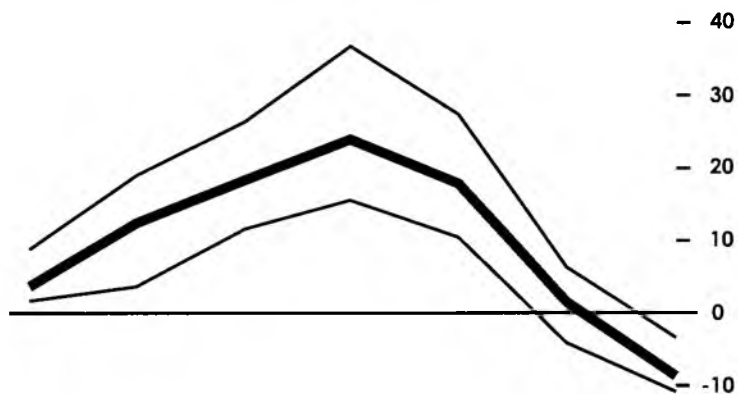
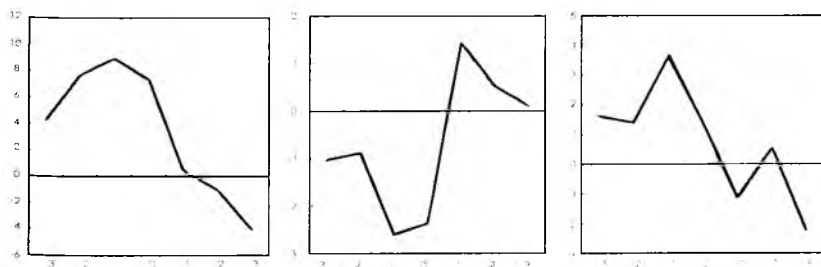


Рисунок 6.5. Темпы роста кредита, отклонение от тренда в % в период кредитного бума

Прим.: Значение медианы (жирная линия) и верхнего и нижнего квартиля (тонкие линии) ($t=0$ – пик кредитного бума). Продолжительность кредитного бума измеряется числом лет, когда отклонение от тренда составляет как минимум 1 ст. отклонение. Рассчитано по выборке 18 СФР на периоде 1980–2002 гг. с 19 эпизодами кредитных бумов (См.: Прил. Д, табл. Д.2).



А. РВК, изменение, в %

Б. ПБ, в % ВВП

В. Приток капитала, в % от ВВП

Рисунок 6.6. Поведение некоторых макроиндикаторов в период кредитного бума

Прим.: рассчитано по отклонению значения показателя (медiana) от тренда в период кредитного бума (± 3 г. от точки пика $t=0$), %

на 4% в нисходящий период кредитного бума. Показатель ПБ (в % ВВП) дает противоположную картину: он сначала понижается до значения -3% ВВП на восходящей стадии кредитного бума и затем подскакивает до излишка +1% ВВП на нисходящей стадии. Притоки капитала (в % ВВП) повышаются до 3½ п.п. ВВП в точке ($t = -1$) и затем резко падают до 2¼ п.п. ВВП в точке ($t = +3$). Это еще раз свидетельствует, что кредитным бумагам обычно предшествуют притоки капитала и сильно переоцененная валюта по реальному значению, а ПБ, как правило, дефицитный, а затем, после замедления темпов роста кредита (или «кредитно-го сжатия»), он становится положительным.

Ниже приводятся данные, показывающие связь кредитных бумов с происхождением финансовых кризисов (по частоте их совпадений), и их связь с существующим режимом валютного курса. В табл. 6.3 показаны, как соотносились кредитные бумы, банковские и валютные кризисы, а также внезапные остановки капитала на исследуемой выборке стран за указанный период³⁷.

Как видно из табл. 6.3, почти 69% кредитных бумов в СФР связаны с валютными кризисами, 55% – с банковскими кризисами, и 32% – с внезапными остановками.

Таблица 6.3
Распределение частоты финансовых кризисов в период кредитных бумов

Банковские кризисы			Валютные кризисы			Внезапные остановки*		
t-3	t+3	t	t-3	t+3	t	t-3	t+3	t
0.23	0.23	0.09	0.32	0.23	0.14	0.14	0.14	0.05

Прим. Рассматривалась частота совпадений кредитных бумов и кризисов на периоде $t \pm 3$ г. от точки кредитного пика t , как доля от всех наблюдений за период 1980–2002 гг.

*Внезапные остановки – это ситуация, когда в стране наблюдается сокращение притоков капитала, которое превышает 1 ст. откл. (σ) относительного их среднего значения (mean) за трехлетний период.

Большинство этих кризисов либо предшествуют, либо совпадают с пиком кредитования, а кредитные бумы заканчиваются когда страна сталкивается к кризисом.

Отметим один факт: для стран со слабыми финансовыми системами открытый счет операций с капиталом и режим фиксированного валютного курса не является благоприятным сочетанием. Можно убедительно доказать, что жесткий валютный курс повышает уязвимость страны по отношению к кризисам при открытии ею своих рынков капитала. Как видно из табл. 6.4, $\frac{3}{4}$ всех кредитных бумов связаны с режимом фиксации валютного курса.

6.4.1. Анализ нарастания банковского кризиса на основе анализа переменных по агрегированному балансу банков

Поскольку банковские кризисы труднее предсказать на основе макроэкономических индикаторов, чем валютный кризис, анализ банковских кризисов может выиграть от включения пруденциальных индикаторов, отражающих состояние банковского сектора. Например, некоторые эксперты использовали специфические данные по ряду банков Колумбии, Мексики и Венесуэлы и применяли сигнал-подход к этим данным, чтобы выявить, какие статьи баланса наиболее пригодны для предсказания неблагоприятия банка. Они рекомендовали наблюдать за поведением ряда индикаторов, не

Таблица 6.4
Распределение частоты кредитных бумов
в зависимости от режима валютного курса

Режим валютного курса	Частота кредитных бумов
Фиксированный режим	73,9
Грязное плавание («валютный коридор»)	17,4
Свободное плавание	-
Смешанный режим (разные за период)	8,7

вошедших в рейтинговую оценку CAMEL, такие как, проценты по депозитам, разница между процентами по депозитам и кредитам, темп роста кредита, темп роста МБК.

До сих пор все еще не достигнуто полного понимания того, какие объясняющие переменные включать в эконометрический анализ банковского кризиса. Используя данные по агрегированным банковским показателям по странам с формирующимися рынками, испытавшими банковский кризис, проведем непараметрический анализ применимости этих показателей для идентификации банковских проблем.

Мы пытались выявить наиболее важные индикаторы для обнаружения проблем в банковском секторе. Одними из таких индикаторов, по нашему мнению, являются доходность банковского капитала и уровень корпоративного левереджа. Так же было обнаружено, что норматив достаточности капитала и доля просроченных ссуд (в их общем объеме) являются хорошими сигналами системных банковских проблем.

Мы провели эмпирическую проверку гипотезы, что эти индикаторы являются полезными для макропруденциального анализа и полученные результаты могут использоваться центральными банками на агрегированном уровне для целей наблюдения. Для этого мы рассчитали 4 финансовых индикатора по банковскому сектору: (1) прибыльность, как отношение чистого дохода к среднему значению активов за период t и $t-1$ (ROA); (2) просроченные ссуды (NPL) от всех ссуд; (3) доля кредитов в банковских активах (LAR); (4) измеритель адекватности капитала (CAR), как доля от взвешенных по риску активов³⁸.

Для того, чтобы набор данных был достаточно большим, мы взяли основные показатели для банков (регулятивный капитал (капитал 1 уровня), качество активов, прибыльность и дополнительно еще два показателя для небанковского корпоративного сектора (рентабельность капитала и левередж). Выбор именно этого подмножества объясняется их доступностью – только для них существует достаточное число наблюдений. В табл. 6.5 приводится описательная статистика по банковским показателям в год кризиса; по показателям в выборке мы видим существенную вариацию.

Таблица 6.5
Описательная статистика по банковским переменным в кризисных странах
(по выборке в год кризиса)*

Переменная	Среднее (mean)	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
Основные переменные по банковскому сектору:				
Регулятивный капитал к активам по рискам	15,11	6,11	-5	65,7
Просроченные ссуды в общем объеме ссуд	8,66	7,83	0,3	37,9
Просроченные ссуды (за вычетом резервов) к капиталу	35,58	53,32	-15,3	422,62
Доходность по капиталу	15,55	13,64	-78,6	114,8
Капитал к активам	8,90	4,42	2	49,7
Поощряемые переменные (корпоративный сектор):				
Совокупный долг к капиталу (деверидж)	74,83	47,01	0,38	416,27
Рентабельность капитала	9,30	9,53	-18,70	54,09

* Описание перечня используемых показателей и их источники приводится в Приложении Е.

Временной ряд охватывает 10 лет с 1992 по 2002 г. Многие данные из Программы FSAP начали публиковаться с 1994 г., хотя сама Программа стартовала с 1999 г., а миссия Article IV также примерно с этого времени. Даты доступны на годовом интервале, но есть и квартальные данные по ПФУ, но сопоставимые по странам данные доступны только на годовом интервале.

Прежде, чем предпринять строгий эконометрический анализ, полезно визуально проверить, как отдельные показатели ведут себя до и после начала кризиса. В этом разделе мы проследим поведение только пяти показателей в кризисном окне (за три года до начала и три года после кризиса). Мы считаем такой визуальный осмотр агрегированных данных по банкам полезным, поскольку он позволяет на предварительном этапе исследовать поведение индикаторов. Так, оказалось, что некоторые индикаторы ведут себя предсказуемым образом (как и ожидалось), поэтому они могут использоваться в качестве хорошего сигнала о нарастании проблем в банковском секторе.

Поведение таких показателей, как: регулятивный капитал к активам, взвешенным по рискам; капитал / активы, проблемные ссуды/ к совокупным ссудам, проблемные ссуды (за вычетом резервов) к капиталу и доходность по капиталу представлены на рис. 6.7–6.9. Данные брались по кризисным странам, чтобы на достаточно большом числе наблюдений построить эти диаграммы. На горизонтальной оси – число лет до и после кризиса, а на вертикальной – уровни тех индикаторов (в%), которые рассматривались. Сплошная линия строилась по среднему значению для всех кризисных стран (по которым имелись данные), а пунктирная линия означает +/- – одно стандартное отклонение (σ).

На рис. 6.7 (левая панель) показано, что уровень CAR немного снижается ко времени кризиса. Однако, из этого не следует, что норматив достаточности капитала (CAR) посылает сильный сигнал о приближении банковского кризиса. В относительно благополучное время показатели по капи-

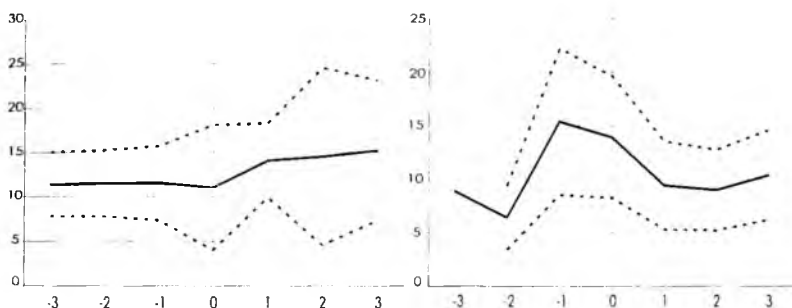


Рисунок 6.7. Регулятивный капитал к активам с учетом их рисков (CAR), левая панель; капитал к активам, в % правая панель

талу часто не отражают увеличения риска на фазе подъема. Эта недооценка рисков позволяет заемщикам увеличивать долю заемных средств и кредит, что, в свою очередь, усиливает рост цен на активы, создавая саморазвивающуюся спираль лeverеджа и цен на активы. После кризиса регулятивный капитал растет, что зачастую вызвано более высокими требованиями по капиталу после финансовых беспорядков и необходимостью наращивания резервов.

В отличие от CAR, показатель капитал / активы (правая панель, рис. 6.7) значительно растет в период до кризиса. Это объясняется тем, что банки создают дополнительный запас (буфер) капитала в ожидании регулятивных требований о создании дополнительных резервов по рискованным активам.

Рост доли просроченных ссуд (NPL) в общем объеме ссуд до кризиса означает ухудшение качества активов банков. Когда кризис происходит, этот показатель в последующие годы (с некоторым временным лагом) начинает уменьшаться (рис. 6.8 левая панель). Это полностью согласуется с теорией.

На рис. 6.8 (правая панель) мы видим подтверждение гипотезы, что показатель NPL является хорошим индикатором качества активов. NPL (за вычетом расчетных резервов) к капиталу растет с приближением кризиса, указывая на ухудшение качества активов; рост резервов даже не-

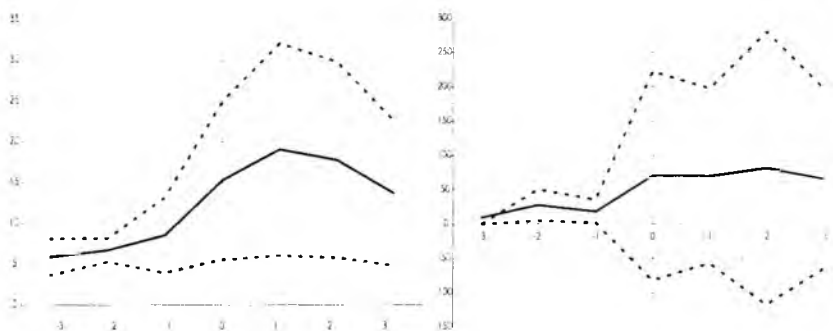


Рисунок 6.8. Проблемные ссуды (NPL) в общем объеме, в % (левая панель); Проблемные ссуды (за вычетом резервов) к капиталу, в % (правая панель)

сколько запаздывает от роста NPL, что указывает на недостаточное восприятие уязвимости. Но также хорошо видна значительная степень вариации в этих данных, поэтому эти показатели производят много «шума».

На рис. 6.9 показано, что доходность по капиталу остается довольно стабильной непосредственно перед кризисом и снижается впоследствии. Это объясняется тем, что управляющие банков берут повышенный риск (втягиваются в рискованные инвестиции), поскольку они начинают осознавать нависшие проблемы. И только с началом кризиса этот показатель начинает резко снижаться, указывая на существенные проблемы в банковской системе.

Итак, визуальный обзор поведения этих показателей в кризисном окне (+3 г.) показал, что отобранные ключевые показатели – хорошие «кандидаты» для идентификации банковских проблем. В особенности, это касается показателя ухудшения качества активов как предшественника появления проблем у банка.

На рис. 6.10 видно, что снижение доходности в банковском секторе России начались еще за год до серьезных проблем в банковском секторе в 2008 г. Это было обусловлено предыдущей политикой агрессивного наращивания активов банков (прежде всего кредитов) и снижением про-

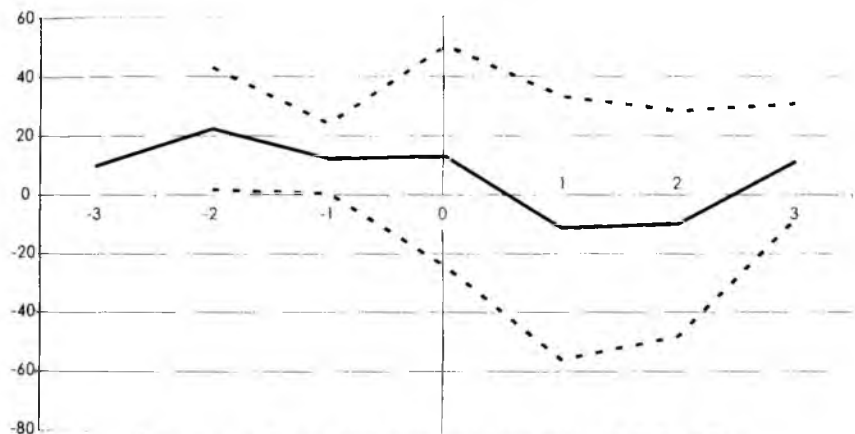


Рисунок 6.9. Доходность по капиталу (ROE), в %

центной маржи как основного источника банковской прибыли. Это еще раз свидетельствует о том, что проблемы в банковском секторе во многом носят латентный характер и становятся очевидными лишь при ухудшении макроэкономической ситуации.

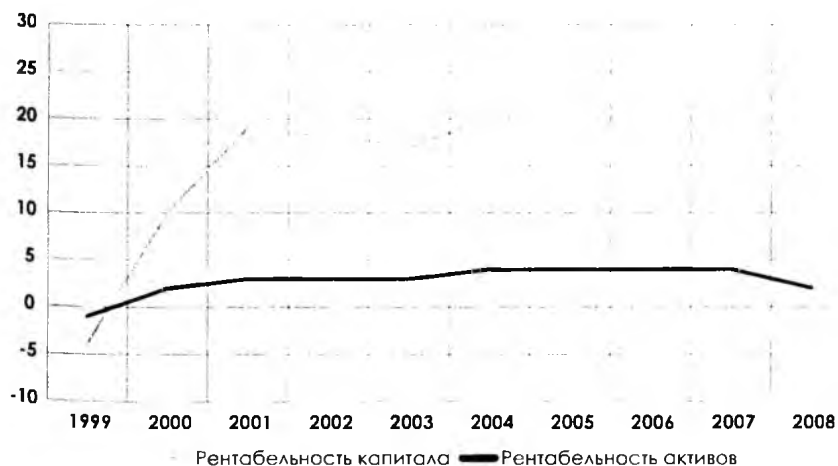


Рисунок 6.10. Динамика рентабельности активов и капитала в банковской системе РФ за период 1999–2008 гг., в %

Ист.: Банк России. Обзор финансовой стабильности. М., 2009.

Как показано на рис. 6.11, кредитная активность очень высокая в растущей фазе кредитного бума, а качество активов резко ухудшается с 2,5% за год до точки пика до 10% спустя два года. Это подтверждает тезис, что банки занижают стандарты кредитования в период бума, увеличивая кредитование более рискованных клиентов.

Банковская прибыль быстро растет в стадии расширения кредита, ROA достигает наивысшего уровня 1,5% за год до точки бума и дальше она резко снижается в конце стадии бума.

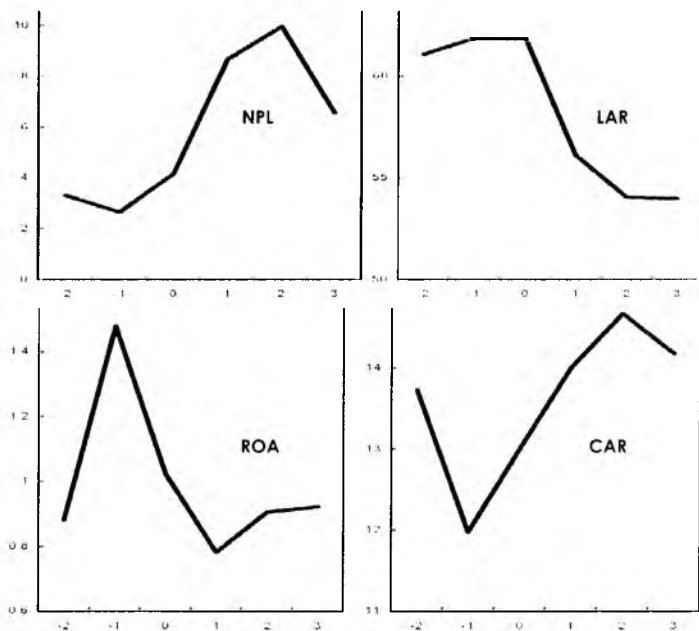


Рисунок 6.11. Поведение банковских индикаторов в период кредитных бумов $t \pm 3$ г., %

Прим.: рассчитанное среднее значение (mean) по выборке;
 $t=0$ – точка кредитного пика.

Показатель адекватности капитала (CAR) имеет вобразную динамику – он резко падает в конце растущей фазы кредитного бума и затем восстанавливается на завершающей стадии кредитного бума (когда он сходит на нет). Причем, если показатель CAR опускается ниже 12%, то это указывает на повышенную уязвимость банковской системы страны.

Общий вывод из проведенного эмпирического анализа таков, что в период кредитного бума увеличивается уязвимость банковского сектора, что подвергает его угрозе кризиса. На нисходящей стадии кредитного бума все проблемы банков становятся особенно очевидными.

Обычно с началом процесса финансовой либерализации начинается период быстрого роста кредита и банки не могут быстро удовлетворить возросший спрос на кредиты. Появляется множество проектов, которые банки не способны точно оценить и возникает проблема неблагоприятного отбора. Качество банковских портфелей ухудшается. Перекредитование неизбежно оборачивается проблемой финансовой хрупкости. На макроэкономическом уровне, в случае негативного шока, финансовая хрупкость приводит к финансовой нестабильности со всеми вытекающими отсюда потерями производства.

Р. Райан также рассматривает аналогичный механизм влияния поведения банков на финансовую хрупкость³⁹. В его модели управляющие банков пытаются скрывать «неработающие» ссуды, проводя либеральную кредитную политику, пока большинство заемщиков остается платежеспособными (т.н. «хорошие» времена). Как только экономика поражена шоком, менеджеры банка ужесточают кредитную политику. Такая проциклическая кредитная практика достаточно порочна: она приводит к финансированию плохих проектов в «хорошие» времена и ограничивает кредит для хороших фирм в «плохие» времена. Решением такой неэффективной кредитной практики должны заниматься супервизоры. Но в период начала финансовой либерализации, когда регулирование еще недостаточно развито, пе-

риодические бумы / крахи неизбежны на начальной стадии финансового развития.

Итак, мы выяснили очевидную роль кредитных бумов в повышении финансовой уязвимости. Это означает, что макроэкономическая политика не должна быть индифферентной к скорости расширения банковских портфелей. Центральным банкам нужно отслеживать темп роста кредита и предпринимать действия, когда кредит растет слишком быстро. В такие периоды пруденциальное регулирование, которое базируется в основном на контроле за соблюдением стандартов адекватности капитала, вероятно, неэффективно для предупреждения бумов. Причина состоит в том, что во время бума проблемы с кредитами не видны, банковские доходы кажутся высокими, а банковский капитал растет с темпом, достаточным для поддержания быстро растущего кредитного портфеля.

Однако банки подвергаются более высоким рискам, так как кредитуют новых заемщиков, чьи потоки ликвидности высоки только временно, и тех, чья способность платить зависит от доступности кредита в других банках. Поскольку нельзя ожидать от надзорных органов адекватного ограничения расширения банковских активов, может потребоваться активная денежная политика. Например, если кредитный бум спровоцирован всплеском спроса на депозиты, уместна корректировка банковских резервных требований или требований по ликвидности, что необходимо для обеспечения не резкого, а постепенного расширения банками своих кредитных портфелей. Имеется в виду временное повышение требований к ликвидности, которые постепенно будут снижены, или, в более широком смысле, нужна разумная контроллитика для ограничения роста кредита.

Проблемы, с которыми столкнулись банки в кризисных странах – это наследие сложившейся практики безответственного кредитования и неадекватного наблюдения, что привело к быстрому росту кредита и принятию повышенных рисков. Если кредит растет быстрее ВВП, это является свидетельством финансового углубления в СФР, но, в тоже время, это приво-

дит к существенному росту левереджа и, как следствие, – к финансовой хрупкости. Рассмотрим далее как ускоренная финансовая либерализация повышает уязвимость экономик СФР к внешним шокам, и какую политику в связи с этим должно проводить правительство.

Глава 7. Пути и последствия интеграции развивающихся экономик в международную финансовую систему

Когда СФР стали интегрироваться в глобальную экономику, внешние факторы стали оказывать большое влияние на их внутреннюю экономику – так что финансовая глобализация может раскачивать внутреннюю экономику даже в отсутствии каких-то рыночных сбоев. Это может наблюдаться в странах даже с хорошим фундаментом. То, что СФР могут привлекать капитал, является их несомненным преимуществом. Процесс интеграции в глобальную экономику делает их зависимыми от глобальных притоков капитала. Резкие реверсии в этих притоках могут вызвать финансовый кризис, даже если у них не наблюдается спад делового цикла.

Отток капитала необязательно связан с ухудшением фундаментальных условий в странах-реципиентах, но различные внешние факторы могут вызвать такие оттоки. Например, в 1990-е гг. движение глобальных процентных ставок отвечали за потоки капитала в Азию и Латинскую Америку. Еще один фактор – стадия бизнес-цикла в развитых экономиках, определяющих направления в потоках капитала между финансовыми центрами и периферийными регионами.

Рассмотрим, какие преимущества и возможные негативные последствия существуют от интеграции развивающихся экономик в международные финансовые рынки. Привлечение кредитов с международных рынков и портфельные потоки более продуктивны в развитой финансовой среде. Чем значительнее развит финансовый сектор, тем быстрее происходит экономический рост, а больший приток иностранного капитала связан с углублением финансового сектора и улуч-

шением его ликвидности. Однако приток иностранного капитала сам по себе не гарантирует улучшение функционирования финансового сектора. Краткосрочные последствия могут быть неблагоприятными, учитывая высокую волатильность потоков капитала, что оказывает негативное влияние на производство и занятость.

7.1. Международные потоки капитала и внутреннее финансовое развитие

Существует положительная взаимосвязь между потоками с международного рынка капитала и развитием финансового сектора. Однако в самых бедных странах такие связи не обнаружены. Графики на рис. 7.1 для трех групп СФР показывают отношение внутреннего кредита к ВВП против средних притоков частного капитала. Положительная связь между этими показателями обнаружена для первой десятки стран с формирующимися рынками, она присутствует (менее явно) в странах со средними доходами в целом; однако такая связь не обнаружена в странах с низкими доходами.

Иностранный капитал часто приносит с собой новые финансовые методы и практику, которые могут найти применение на внутренних финансовых рынках. Например, иностранный капитал может облегчить введение новых финансовых инструментов, позволяя индивидуумам лучше диверсифицировать риски, отчетность и практику раскрытия информации. Отмена «потолков» на процентные ставки и прямого кредитования были основными причинами быстрого развития финансового сектора во многих СФР; вероятно, иностранный капитал в значительной степени способствовал этому.

Притоки портфельных инвестиций ассоциируются с хорошими достижениями в развитии финансового сектора. Рис. 7.2 показывает такую положительную связь между величиной портфельных потоков и двумя различными показателями развития финансового сектора: капитализацией рынка акций и величиной оборота на нем.

Страны с низким доходом
Кэффициент корреляции = 0,01

Страны со средним доходом
Кэффициент корреляции = 0,22

10 развивающихся рынков
Кэффициент корреляции = 0,56

Внутренний кредит / ВВП (%)

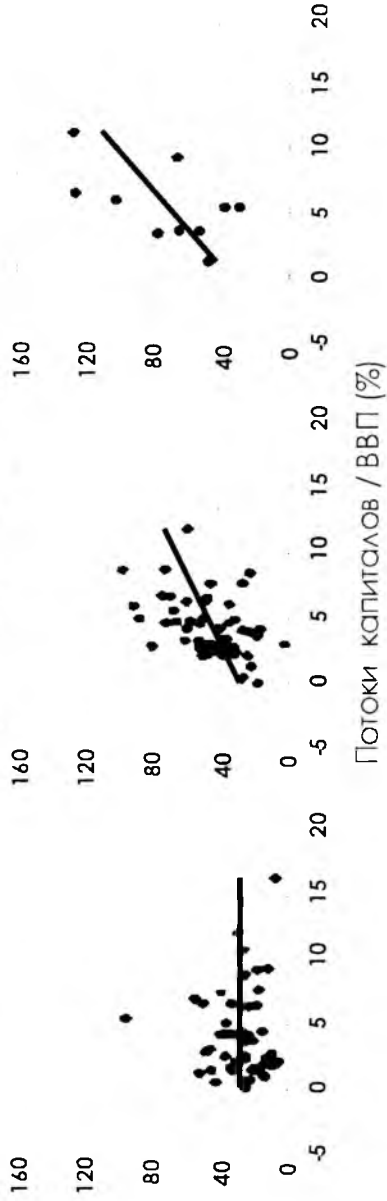


Рисунок 7.1. Приток иностранного капитала и финансовое развитие СФР с разными доходами

Рассчитано по данным за 1990–1998 гг.

Ист.: World Bank. Global Development Finance. Data by Country. URL: <http://data.worldbank.org/country>.

Портфельные потоки (особенно бонды) обычно оцениваются международными кредитными рейтинговыми агентствами. Последние делают периодические оценки суверенных и корпоративных кредитов, и эта более тщательная проверка может содействовать большей осмотрительности во внешней финансовой политике.

Финансовая глобализация с начала 1990-х гг. увеличила частоту и масштабы распространения финансовых кризисов, что связано, в первую очередь, с бумами в потоках капитала. С точки зрения потерь в производстве и социальных последствий в виде растущей бедности и безработицы азиатские (в 1990-е гг.) и латиноамериканские кризисы (в 1980-е гг.) представляли собой наиболее острые периоды финансовой нестабильности в XX в. Очень трудно определить, в какой степени колебания в потоках капитала в начале 1990-х гг. способствовали недавним кризисам, а в какой степени они отражали несовершенное управление экономикой в странах-реципиентах. Колебания темпов роста связаны с внутренними действиями, такими, как проциклическая фискальная политика и внезапные волюнтаристические изменения в экономической политике. Однако исторические аналогии бумов и крахов во время периодов огромных потоков капитала установлены досконально. Например, бумы заимствований в Латинской Америке в 1825 г., 1880 г. и 1890 г. всегда заканчивались финансовыми кризисами. Кризисы 1990-х гг. в Латинской Америке и Восточной Азии – классические примеры такого цикла бумов-крахов⁴⁰. Более значительные потоки капитала в годы, предшествующие кризису, были связаны с более высокими темпами роста в предкризисные годы и характеризовались более острым падением, когда кризис уже наступил.

Учитывая уроки финансовых кризисов за последние 15 лет, многие СФР предприняли меры, чтобы снизить свою уязвимость. Прежде всего, они накопили значительные валютные резервы (на СФР как группу приходится до 60% всех инвалютных

Потоки портфельных инвестиций / ВВП, в %

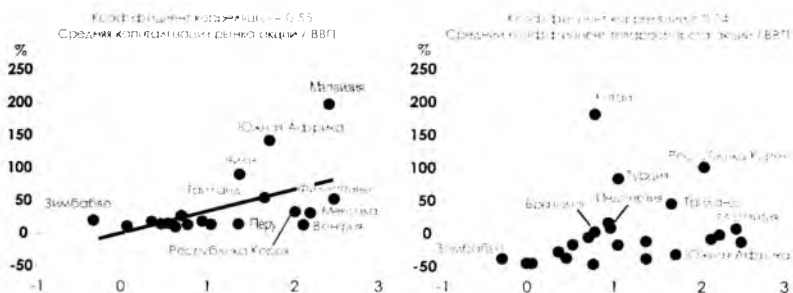


Рисунок 7.2. Развитие финансовых рынков и портфельные инвестиции.

Рассчитано по данным за 1990–1998 гг.

Ист.: World Bank. Global Development Finance. Data by Country. URL: <http://data.worldbank.org/country>.

резервов мира); улучшили структуру своей задолженности по срокам и валюте; сократили внутренние и внешние дисбалансы. Но это не значит, что они изолировали себя от той части мира, в которых отмечается финансовая турбулентность. Более того, именно благодаря финансовым и торговым связям финансовые кризисы становятся все более инфекционными. Если страна получает выгоды от финансовой и торговой интеграции, то одновременно она остается восприимчивой к финансовой инфекции. Но это также зависит от того, какие потоки капитала преобладают и какая структура внешней задолженности. В период кризиса только официальная международная поддержка остается стабилизирующим фактором среди всех других источников финансирования.

Когда финансовые рынки хорошо интегрированы и стабильно функционируют, доступ иностранного капитала поддерживает рост даже в случае внешнего шока; доступ к мировым рынкам сглаживает падение потребления и минимизирует ущерб страны от кризиса. На практике, однако, все наоборот: потоки частного капитала имеют проци-

кличный характер: они весьма излишни в благоприятное время и недостаточны в неблагоприятное. Такие колебания обуславливают огромные издержки не только в форме периодических кризисов, но и, как показывает действительность, в виде замедления долгосрочного роста. Таким образом, результат отражает отчасти несовершенную интеграцию развивающихся экономик в международные финансовые рынки и информационную асимметрию, иногда стадное поведение иностранных инвесторов.

Однако проциклическая природа потоков капитала также отражает волатильность, вызванную собственными действиями государства – и бездействиями – из-за неуверенной политики правительства и, особенно, недоразвитости их собственных финансовых рынков. Природа кризисов 1990-х гг. показала, что издержки изменчивых потоков капитала могут быть значительными. Но в целом для группы СФР их рост был несущественным.

На рисунке 7.3 показана медиана волатильности (неустойчивости) потоков капитала по десятилетиям среди различных регионов. Здесь мы видим смешанные результаты: хотя волатильность резко возросла в 1990-е гг. в Восточной Азии из-за финансового кризиса и в странах СНГ за десятилетие переходного периода, другие регионы показали небольшое изменение этого показателя с 1980-х гг. В среднем такая изменчивость капитала нанесла меньший ущерб росту в 1990-е гг., чем в прошлые десятилетия. Это кажется необычным в свете прошедших кризисов.

Однако, иностранные инвестиции концентрируются в небольшой группе стран, что впоследствии и сказалось на риске реверсии (обратного оттока) именно из этих регионов. После кризисов в Восточной Азии и России страны быстро вернулись к предкризисным трендам роста. Это контрастирует с эпизодами 1980-х гг., когда первоначальное влияние кризиса было небольшим, а последующее воздействие более продолжительным. По утверждению У. Кляйна, такое изменение – результат более значительных колеба-

ний валютных курсов и мобильности капитала. В 1980-е гг., когда курсы валют были относительно фиксированными, а контроль за капиталом был жесткий, приспособление к кризису требовало рационирования иностранной валюты. В 1990-е гг., напротив, валюты быстро обесценились. Хотя непосредственный эффект вызвал рецессию, последующее восстановление происходило также быстрее⁴¹.

В 1990-е гг. большинство стран предприняло шаги для отражения кризиса. Например, к концу 1990-х гг., когда кризис уже начался, Чили укрепила свою «обороноспособность» посредством налога на приток капитала; страна также осуществляла интенсивные реформы своих финансовых рынков. Аргентина использовала квоту по кредитной линии и также укрепила свой финансовый сектор, а Китай и её провинция Гонконг создали значительные резервы для управления непосредственной потребностью в ликвидности. Большие пакеты помощи (rescue packages), предоставленные международным финансовым сообществом, приостановили сползание к системному кризису в 1990-е гг.

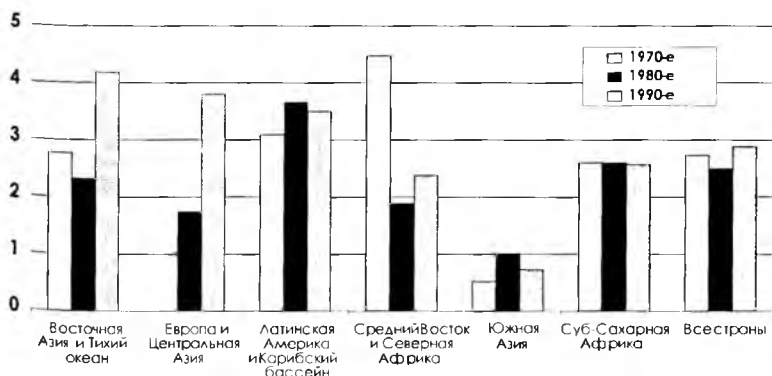


Рисунок 7.3. Изменчивость потоков капитала в СФР по регионам за десятилетия, ст. отклонение, в % ВВП

Ист.: World Bank. Global Development Finance. Data by Country. URL: <http://data.worldbank.org/country>.

Политики должны сосредоточиться на защите от возникающей извне волатильности. И лучшая гарантия – та, которая нацелена на долгосрочную перспективу, т. е. более сильная финансовая система, которая уменьшает уязвимость. Однако и краткосрочные гарантии также необходимы, чтобы изолировать страны от спекулятивной атаки. Например, рост ликвидности посредством разумной величины резервов – это своего рода буфер, но без значительных фискальных издержек, или контингенты кредитной линии. Это может быть опыт Чили по введению налога, чтобы ограничить волатильность краткосрочных потоков капитала, хотя эффективность такой меры остается дискуссионным вопросом⁴².

Таким образом, хотя открытие внутренних финансовых рынков для иностранной конкуренции привлекло больше капитала в СФР и поддержало рост в некоторых из них, более значительные объемы транзакций на рынке капитала также создавали более неустойчивую ситуацию. Там, где потоки капитала большие, любые внезапные изъятия денег из страны могут усугубить кризис.

Как показало огромное число публикаций по азиатскому кризису, быстрые реформы по либерализации финансового сектора и устранение барьеров для допуска иностранного капитала часто происходят без развития институтов или методов, которые характеризуют зрелость финансового рынка. Особенно это касается эффективных методов отчетности, надлежащего контроля и сильного надзора за банковской системой. Без такого фундамента потоки капитала часто вызывают сверхинвестиции и спекулятивный бум. Б. Иченгрин описал смешивание иностранного капитала в хрупком финансовом секторе как «взрывчатое соединение»⁴³.

Но это не обязательно. Так, Г. Каминский и С. Шмуkler обнаружили, что, хотя открытость внутренних финансовых рынков иностранному капиталу увеличивает нестабильность в первый год, притоки, в конечном счете, (начиная где-то с

третьего года) связаны с большей (а не меньшей) стабильностью⁴⁴. Очевидно также, что волатильность может быть управляемой. Опыт Чили демонстрирует важные уроки из серьезного финансового кризиса, от которого пострадала страна в начале 1980-х гг., а последующий опыт укрепления внутреннего финансового сектора и постепенной либерализации потоков капитала служит примером того, как достигнуть выгоды в обоих случаях. Наконец, считается, что гибкие обменные курсы сдерживают уязвимость к кризису.

Различные внешние и внутренние факторы могут приводить к неустойчивости потоков капитала. У. Истерли, Р. Ислэм и Дж. Стиглиц обнаружили, что среди внутренних факторов финансовый сектор – наиболее важный источник нестабильности⁴⁵. Хотя здоровый финансовый сектор помогает скорее сгладить потребление и производство, нежели усилить их колебания, чрезмерно большой или быстро растущий финансовый сектор может лишь усугубить волатильность. Когда внутренний финансовый сектор слаб, он может усилить неустойчивость внутреннего производства и потребления⁴⁶. Дж. Берола и А. Дрэйзен предполагают, что волатильность может быть усилена политическими мерами, например, контролем за капиталом, когда он «убегает», а это, в свою очередь, препятствует притоку капитала или путем проциклических правительственных расходов⁴⁷.

Но вызванная внешними факторами неустойчивость – это предмет серьезного политического беспокойства. Как заметил Р. Кабалеро, «огромные волны в потоках капитала и суверенных спредах, кажется, мало связаны – по крайней мере по величине – с экономическим фундаментом»⁴⁸. Волатильность может отражать, например, состав потоков капитала. Л. Сарно и М. Тейлор показали, что потоки, опосредованные рынками капитала, значительно более изменчивы, чем ПЗИ⁴⁹.

Это подтверждается устойчивостью ПЗИ во время кризисов, когда потоки с рынков капитала в значительной степени иссякают, а прямые инвестиции продолжают поступать. Портфельные потоки и краткосрочный долг были

особенно неустойчивыми, а их значительный прирост и вызвал резкие колебания, особенно в тех странах и регионах, где они сконцентрированы более всего (Приложение 3).

Слабое развитие рынка акций в развивающихся странах резко изменило мнение глобального инвестора о данных рынках. Например, взаимные фонды в некоторых случаях уменьшили свои активы на данных рынках наполовину. А роль таких инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании, а также тактических инвесторов (хедж-фондов) возросла: они сосредоточились на спекулятивном трейдинге. И насколько рыночные участники рассматривают «тактическое» инвестирование как относительно более важное (с точки зрения прибылей), настолько, вероятно, это обуславливает изменчивость чистых притоков капитала на данные рынки. А это, в свою очередь, влияет и на другие сегменты рынка, особенно на валютный.

7.2. Эффект «внезапных остановок» капитала как индикатор начала кризиса

Центральный тезис в литературе, изучающей феномен внезапного прекращения внешнего финансирования, заключается в том, что коллапс потоков капитала на развивающиеся рынки является общей доминантой финансовых кризисов в СФР. Г. Калво и Э. Талви приводят пример, как внезапная остановка капитала после кризиса в России в 1998 г. затронула страны Латинской Америки. Они рассматривают следующую последовательность:

1) Начавшись в 1989–1990 гг., огромная волна капитала пришла в СФР – включая Латинскую Америку (от -1% от ВВП в 1989 г. до +5% от ВВП на середину 1998 г.);

2) на самом пике этот приток капитала финансировал 24% всех инвестиций в Латинской Америке;

3) дефолт в России в августе 1998 г. привел к потерям финансовых посредников, инвестирующих в СФР – некоторые из них имели огромный леввередж – это привело к краху ликвидности, форсируя распродажу бондов этих стран по падающим ценам, чтобы выполнить маргинальные требования;

4) это, в свою очередь, ускорило внезапное и одновременное повышение процентных ставок в СФР – спреды в Латин-

ской Америке повысились с 450 базисных пункта до кризиса до 1,600 б.п. в сентябре 1998 г. – и потребовалось пять лет, чтобы спреда опять вернулись к уровню до российского дефолта;

5) приток капитала в Латинскую Америку внезапно прекратился – упав с 5,5% от ВВП накануне кризиса до менее чем 2% ВВП через год после кризиса;

6) все основные страны Латинской Америки испытали этот феномен – включая Чили, с её рекордным уровнем роста и хорошей политикой;

7) ужесточение денежной политики в результате падения цен на активы (фондовый рынок в Латинской Америке упал почти на 50% между 1998 г. и 2002 г.);

8) внутренний банковский кредит частному сектору также внезапно сократился, снизившись на 20% в реальном выражении;

9) в то же время произошла резкая коррекция текущего ПБ (с дефицита 5% от ВВП в первой половине 1998 г. к излишкам свыше 1% в 2002 г.) и огромная девальвация (70% против доллара);

10) произошло серьезное и длительное сокращение инвестиций и экономического роста;

11) несмотря на это, Чили не испытала кризис, тогда как Аргентина оказалась в нем;

12) сравнивая опыт этих экономик, можно сделать вывод, что два ключевых внутренних фактора повлияли на это: открытость экономики и степень «долларизации»;

13) чем более закрытая экономика, тем более значительное изменение реального валютного курса сопровождается внезапной остановкой притока капитала;

14) чем выше степень «долларизации», тем более неблагоприятное воздействие на балансы вызывает обесценение внутренней валюты относительно доллара⁵⁰.

Для измерения эффекта «внезапного оттока» использовалось состояние баланса финансового счета по показателю чистого оттока капитала по его составу: ПИИ, портфельные и другие инвестиции (без

включения официальной поддержки). Можно зафиксировать год, когда отмечалось резкое снижение баланса финансового счета относительно среднего уровня за ряд лет (t). Далее, по каждой стране рассчитывалось среднее значение и одно ст. отклонение (σ) по показателю чистого оттока капитала на периоде $t \pm 3$ г. Рассматривались только те страны, которые были достаточно сильно вовлечены на международный рынок капитала за период с 1981–2002 гг. (См. Приложение I). Было зафиксировано 29 случаев таких внезапных остановок (рис. 7.4).

Как видно из рис. 7.5, сальдо по балансу капитала сократилось до -5% от ВВП среди стран, которые испытали резкий отток капитала; заметим, что в то же время не наблюдалось заметного оттока ПЗИ. В основном отток был связан с портфельными инвестициями и краткосрочным капиталом, проходящим через банки и коммерческие ссуды.

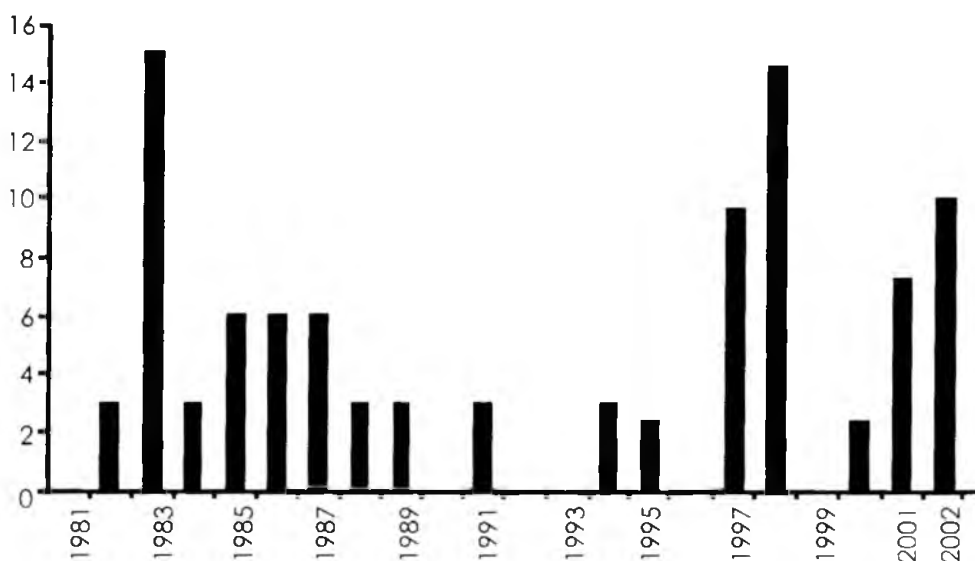
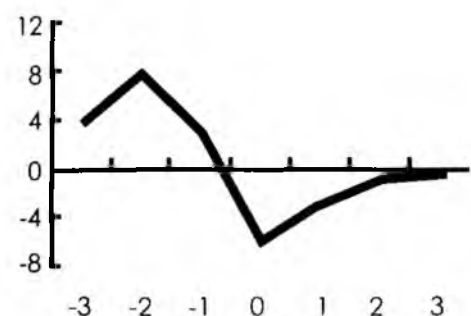


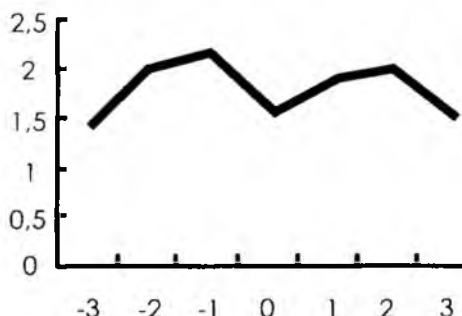
Рисунок 7.4. Процент наблюдаемых внезапных остановок капитала по выборке 18 стран СФР за период 1981–2002 гг., в %

Ист.: IMF. Balance of Payments Statistics за разные годы.

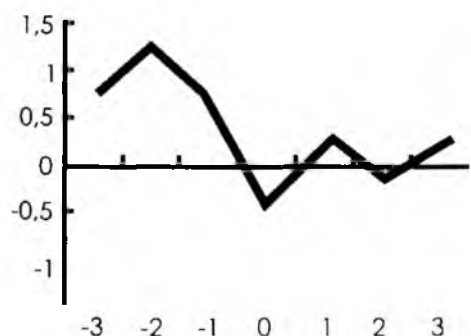
ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ В СФР: ОПЫТ, ПРИЧИНЫ, ПОСЛЕДСТВИЯ



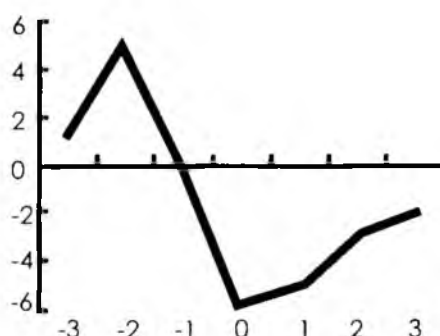
А) Финансовый баланс



Б) Поток ПЗИ



В) Поток портфельных инвестиций



Г) Поток прочих инвестиций

Рисунок 7.5. Изменение счетов по балансу капитала за период ± 3 г. от начала внезапной остановки ($t=0$), % от ВВП, среднее по выборке

Было также обнаружено, что почти в половине случаев (15 из 28) годы внезапных остановок и годы банковских кризисов совпадают (табл. 7.1).

Степень, в которой отдельная развивающаяся экономика испытала на себе неблагоприятное воздействие глобального шока процентных ставок, зависит не только от того, является ли она одновременно объектом плохих / хороших новостей, но и от её структурных характеристик. Те развивающиеся экономики, которые в большей степени полагаются на внешнее финансирование, имеют высокую долю краткосрочного внешнего долга по отношению

Таблица 7.1
Соотношение по времени внезапных остановок
и начала банковского кризиса,
количество наблюдений за 1981–2002 гг.

	Не было банковского кризиса	Был банковский кризис	Всего
Не было внезапных остановок	430	133	563
Были внезапные остановки	13	15	28
Всего	443	148	591

Прим. Данные по кризисам и остановкам приводятся в
 Прил. Д (табл. Д.1) и прил. И (табл. И.1)

к резервам и норму обслуживания внутреннего долга (в % к ВВП), ограниченный доступ к чрезвычайным источникам ликвидности на условиях плавающих процентных ставок и на короткий срок, их долг преимущественно деноминирован в иностранной валюте, с неразвитым внутренним рынком облигаций, с низкой экспортной открытостью, со слабой банковской системой, будут более уязвимы, чем другие.

Оценка вероятности остановки притока капитала с использованием probit-регрессии и ряда переменных, глобальных и специфичных по странам, выявил следующую зависимость:

1. Изменение цены на нефть имеет негативную связь с вероятностью остановки притока капитала, т. е., повышение цены на нефть и др. сырьевые товары улучшает ситуацию с ликвидностью и, таким образом, снижает вероятность остановки капитала.

2. Рост ВВП, также как внутренний кредит/ВВП и темпы роста кредита (в% от ВВП) и долг/ВВП имеют положительный знак.

3. Страны, имеющие поддержку от МВФ, имеют меньше шансов столкнуться с внезапной остановкой капитала⁵¹.

Все это еще раз подтверждает ранее выдвинутые нами предположения, что банковский кризис развивается на фоне приостановки притока капитала и его чистого оттока, а его предпосылками является быстрый рост кредита и высоких темпов роста ВВП накануне кризиса. А официальная поддержка на уровне международных организаций снижает вероятность резкого оттока капитала со всеми вытекающими отсюда отрицательными последствиями.

7.3. Организованное продвижение к либерализации

Глобализация усложняет для правительств достижение желательных целей экономической политики из-за огромных краткосрочных потоков капитала, которые действуют деструктивно, например, как в случае резких колебаний цен на активы. Тем не менее, глобализация ограничивает возможности правительства для проведения политики, несовместимой со среднесрочной финансовой стабилизацией. С одной стороны, глобализация увеличивает издержки ошибочных решений, в то же время, она увеличивает вознаграждения здоровой политики.

Наиболее очевидный урок из финансовых шоков последнего времени – что либерализация движения капитала должна происходить организованным способом. А главная проблема – скорость и последовательность шагов в направлении либерализации потоков капитала. Общий вывод для СФР в том, что ненадлежащее управление процессом финансовой либерализации может легко порождать периодические бумы и банкротства в течение переходного периода (Вставка 6).

В настоящее время МВФ, поддерживая идею о том, что либерализация режима движения капитала дает странам дополнительные преимущества, признает существование связанных с этим значительных рисков. Для успеха либерализации необходимо, чтобы она осуществлялась в условиях

макроэкономической стабильности, включая правильный выбор денежной политики и адекватный режим валютных курсов, опиралась на меры по укреплению устойчивости финансовой системы, включая способность участников рынка предвидеть и управлять рисками. Руководство МВФ и члены Совета директоров не пришли к однозначному выводу по вопросу о механизмах контроля за притоком и оттоком капитала. Вместе с тем, был достигнут определенный консенсус в отношении того, что не существует унифицированного механизма, который позволял бы усилить положительные эффекты международного движения капитала и одновременно ограничить связанные с ним риски.

МВФ провел глубокие исследования по применению методов контроля за движением капитала в Чили, Индии и Малайзии. Эксперты Фонда подробно исследовали опыт применения контроля за притоком краткосрочных капиталов в Бразилии, Чили, Колумбии и Таиланде, селективного контроля за оттоком капитала в целях смягчения его давления на валютный курс во время кризисов, применявшийся в Малайзии, Испании и Таиланде, полного финансового контроля во время кризиса в Румынии, России и Венесуэле, а также проблемы, связанные с постепенным ослаблением существовавших длительное время систем контроля в Китае и Индии и быстрой либерализации в Аргентине, Кении и Перу. Результаты этих исследований были обобщены в ряде работ экспертов МВФ⁵³.

Специалисты Фонда пришли к выводу, что введение контроля за движением капитала не может заменить правильную макроэкономическую политику, хотя и позволяет выиграть время, необходимое для принятия антикризисных мер. При этом эффективность таких мер серьезно различается в разных странах в зависимости от режима валютных курсов, степени развития финансовых рынков, качества режима регулирования и административных возможностей властей по обеспечению выполнения принятых решений.

Вместе с тем, страны, испытывающие серьезные макроэкономические трудности без перспектив исправления

ситуации в обозримом будущем, не могут приостановить отток капитала с помощью введения ограничений. В ряде случаев, введение контроля тормозило проведение реформ и приводило к усилению трудностей в других странах⁵⁴.

Фонд пришел также к выводу, что всеобъемлющий контроль за движением капитала является более эффективным по сравнению с селективным контролем, но порождает проблемы в среднесрочном плане, подрывая доверие инвесторов и условия доступа стран к рынку капиталов. Существенным моментом стало признание Фондом двух фактов:

1) выработка эффективного механизма регулирования требует времени;

2) необходим более детальный анализ вопроса – может ли система контроля за движением краткосрочных капиталов полностью или частично заменить всеобъемлющее регулирование?

Принципиальный вывод состоит в том, что условия либерализации режима движения капитала должны определяться в каждом конкретном случае. Скорость и последовательность либерализации и реформа финансовой системы являются взаимосвязанными процессами, тесно увязаны с общим уровнем развития страны и конкретными условиями, в которых она находится. Ситуация во многом усложняется из-за того, что в результате развития производных финансовых инструментов границы между краткосрочным и долгосрочным капиталом стираются. Усложнение рыночных механизмов подчеркивает необходимость совершенствования систем контроля за рисками.

После финансовых кризисов 1990-х гг. (когда кризисные страны уже приобрели хороший опыт значительного притока капитала до кризиса и значительного оттока капитала после кризиса) больше внимание стало фокусироваться на вопросе: какое влияние международное движение капитала оказывает на финансовую нестабильность. С точки зрения проблемы асимметричной информации как раз и утверждается, что именно этот фактор

Вставка 6

На пути к либерализации потоков капитала

Международная финансовая интеграция вызывает глубокие изменения в международной финансовой системе, что влияет на положение участвующих в ней стран. Многие специалисты выступают за введение превентивного контроля над движением капиталов. Поведение инвесторов меняется: они сравнивают выгоды, связанные с диверсификацией их портфеля, с расходами на получение специфической информации о стране приложения капиталов. По мере роста диверсификации портфеля выгоды от обладания специфической информацией уменьшается. В этих условиях внезапный и массированный отток капиталов является рациональной реакцией инвесторов, ожидающих снижения доходности своих инвестиций.

Превентивный контроль над движением капиталов может быть направлен на ограничение, прежде всего, притока краткосрочного капитала, колебания которого в течение короткого периода может достигать огромных размеров. О повышении роли внешних факторов в притоках капитала в страны с зарождающимися рынками свидетельствуют следующие данные: до 50% притока капитала в страны Латинской Америки в 1988–1992 гг. объяснялось действием внешних факторов: снижением доходности ценных бумаг США в связи с понижением процентных ставок в период медленного роста в 1975–1992 гг.

Основная причина кризиса банковской системы СФР – также уровень процентных ставок в развитых странах. Таким образом, здоровая макроэкономическая политика в этих странах недостаточна для того, чтобы повысить иммунитет банковской системы в отношении кризиса. Это значит, что денежные власти имеют все основания контролировать потоки капитала, чувствительные к колебаниям процентных ставок на развитых рынках. Многие специалисты, изучавшие опыт СФР, пришли к выводу о наличии тесной связи между эффективностью контроля и макроэкономической политикой. В Чили введение контроля за движением капитала сопровождалось проведением определенной кредитно-денежной политики. В Бразилии кредитно-денежная политика противоречила политике контроля,

в результате ей не удалось сдержать массивный приток спекулятивного капитала, оказавшего очень сильное давление на официальные валютные резервы страны.

С течением времени меры контроля за движением капитала утрачивают свою эффективность по причине адаптации частных экономических субъектов к этим мерам. Эти меры предполагают постоянное увеличение роли властей и административных издержек, что, в конечном счете, может вызвать усиление макроэкономических диспропорций. Эффективность мер контроля во многом зависит от экономической политики, которая их сопровождает. Так, контроль за движением капитала позволяет выиграть время для осуществления структурных реформ, призванных уменьшить уязвимость стран перед лицом внешних шоков и кризисов. Развитие пруденциального регулирования и разработка способов управления рисками представляются более эффективными путями достижения стабильности в период финансовой глобализации.

Ист.: Eichengreen B., Rose A.K. *Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises*⁵².

Вставка 6

На пути к либерализации потоков капитала

Международная финансовая интеграция вызывает глубокие изменения в международной финансовой системе, что влияет на положение участвующих в ней стран. Многие специалисты выступают за введение превентивного контроля над движением капиталов. Поведение инвесторов меняется: они сравнивают выгоды, связанные с диверсификацией их портфеля, с расходами на получение специфической информации о стране приложения капиталов. По мере роста диверсификации портфеля выгоды от обладания специфической информацией уменьшается. В этих условиях внезапный и массированный отток капиталов является рациональной реакцией инвесторов, ожидающих снижения доходности своих инвестиций.

Превентивный контроль над движением капиталов может быть направлен на ограничение, прежде всего, притока краткосрочного капитала, колебания которого в течение короткого периода может достигать огромных размеров. О повышении роли внешних факторов в притоках капитала в страны с зарождающимися рынками свидетельствуют следующие данные: до 50% притока капитала в страны Латинской Америки в 1988–1992 гг. объяснялось действием внешних факторов: снижением доходности ценных бумаг США в связи с понижением процентных ставок в период медленного роста в 1975–1992 гг.

Основная причина кризиса банковской системы СФР – также уровень процентных ставок в развитых странах. Таким образом, здоровая макроэкономическая политика в этих странах недостаточна для того, чтобы повысить иммунитет банковской системы в отношении кризиса. Это значит, что денежные власти имеют все основания контролировать потоки капитала, чувствительные к колебаниям процентных ставок на развитых рынках. Многие специалисты, изучавшие опыт СФР, пришли к выводу о наличии тесной связи между эффективностью контроля и макроэкономической политикой. В Чили введение контроля за движением капитала сопровождалось проведением определенной кредитно-денежной политики. В Бразилии кредитно-денежная политика противоречила политике контроля,

в результате ей не удалось сдержать массивный приток спекулятивного капитала, оказавшего очень сильное давление на официальные валютные резервы страны.

С течением времени меры контроля за движением капитала утрачивают свою эффективность по причине адаптации частных экономических субъектов к этим мерам. Эти меры предполагают постоянное увеличение роли властей и административных издержек, что, в конечном счете, может вызвать усиление макроэкономических диспропорций. Эффективность мер контроля во многом зависит от экономической политики, которая их сопровождает. Так, контроль за движением капитала позволяет выиграть время для осуществления структурных реформ, призванных уменьшить уязвимость стран перед лицом внешних шоков и кризисов. Развитие пруденциального регулирования и разработка способов управления рисками представляются более эффективными путями достижения стабильности в период финансовой глобализации.

Ист.: Eichengreen B., Rose A.K. *Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises*⁵².

является источником нестабильности, но это в большей мере объясняется мерами государственной поддержки при наличии неадекватного банковского надзора.

Отток капитала также отмечается как источник валютного кризиса, который и вызвал финансовую нестабильность в СФР: когда иностранные инвесторы выводят свой капитал из страны, это приводит к девальвации валюты. Но как уже неоднократно отмечалось, ключевой фактор валютного кризиса в Азии – это накопившиеся проблемы финансового сектора, которые и вызвали спекулятивную атаку и отток капитала. Последний является скорее симптомом финансовых проблем, нежели причиной валютного кризиса⁵⁵.

Поэтому введение контроля за движением капитала может привести к тому, что вместе «с водой можно выплеснуть ребенка». Наложение такого контроля может лишить страну возможности использовать производительные инвестиции. И хотя этим контролем можно прекратить подпитывать кредитный бум, со временем он приведет к серьёзным искажениям и нерациональному использованию ресурсов, поскольку домашние хозяйства и частные предприятия будут пытаться его обойти. Действительно, может ли быть контроль за движением капитала эффективным в сегодняшних условиях, когда торговля является открытой и существует много финансовых инструментов, которые позволяют обойти этот контроль?

Но, с другой стороны, есть серьёзный резон улучшить банковское регулирование и наблюдение с тем, чтобы приток капитала не привел к кредитному буму и принятию банками чрезмерных рисков. Например, банки будут ограничены, как только их кредиты начнут быстро расти, а это, в свою очередь, ограничит приток капитала. Такой пруденциальный контроль, думается, можно рассматривать как форму контроля за капиталом, но он весьма отличается от обычного контроля. Он фокусируется скорее на источниках финансовой хрупкости, нежели чем на её признаках, и кон-

троль такого типа может расширить эффективность финансовой системы, вместо того, чтобы препятствовать ей.

С течением времени меры контроля за движением капитала утрачивают свою эффективность по причине адаптации частных экономических субъектов к этим мерам. Эти меры приводят к росту административных издержек, что, в конечном счете, может вызвать усиление макроэкономических диспропорций. Эффективность мер контроля во многом зависит от экономической политики, которая их сопровождает. Так, контроль за движением капитала позволяет выиграть время для осуществления структурных реформ, призванным уменьшить уязвимость стран перед лицом внешних шоков и кризисов. Развитие пруденциального регулирования и разработка способов управления рисками представляются более эффективными путями достижения стабильности в период финансовой глобализации.

Наиболее очевидный урок, извлеченный из финансовых шоков последнего времени, заключается в том, что либерализация движения капитала должна происходить организованным способом. А главная проблема – скорость и последовательность шагов в направлении либерализации потоков капитала. Общий вывод для экономик с формирующимися рынками состоит в том, что ненадлежащее управление либерализацией финансового рынка может обуславливать периодические бумы и банкротства в течение переходного периода. Некоторые успешно развивающиеся страны с переходной экономикой на первый план скорее ставят разумный контроль за банковской системой, нежели за потоками капитала. Проигравшей стороной являются правительства, которые не ужесточают рыночную дисциплину и/или проводят неблагоразумную политику фиксированного обменного курса.

Поскольку страны с формирующимися рынками очень уязвимы к потокам спекулятивного капитала, среди временных мер по его ограничению могут быть предложены следующие:

- административные ограничения на притоки краткосрочных капиталов в виде установления повышенных обязательных резервных требований;
- введение дополнительных налогов на спекулятивные транзакции с ценными бумагами отечественных компаний (по опыту Бразилии);
- но, вероятно, наиболее приемлемым, мягким способом регулирования таких потоков будет переход к режиму гибкого валютного курса, что способно более эффективно абсорбировать внешние шоки для внутренней экономики. Сегодня многие понимают необходимость в улучшении банковского регулирования, но, судя по тому, что было сделано до сегодняшнего дня, решение дилеммы системной стабильности и моральных рисков не стало более легким делом.

Для многих развивающихся стран некоторые виды ограничений на приток (а не на отток) капитала будут необходимы до тех пор, пока они не достигнут существенного прогресса в вышеназванных областях. В Чили 30% ввозимого капитала помещалось на один год на беспроцентный депозит. Применение этого метода не привело к достижению намеченной цели – снижению «скорости» движения капитала в целом. Но смогло повлиять на соотношение краткосрочного и долгосрочного капитала в пользу последнего и потому заслуживает применения в других развивающихся странах.

Процесс финансовой либерализации в Чили и, в частности, снятие ограничений на движение капитала (введения внешней конвертируемости) является примером градуалистской политики. Этот процесс растянулся более чем на десятилетие – власти тщательно соблюдали предписанную экономистами последовательность действий, отслеживали достижение промежуточных целей и адекватность внутреннего регулирования меняющимся внешним условиям. В результате сегодня Чили имеет свободный режим движения капитала и эффективные институты противодействия

спекулятивным и краткосрочным колебаниям на мировых финансовых рынках.

До недавнего времени либеральные финансисты категорически не принимали ограничений, подобных чилийскому. МВФ тоже не очень хорошо относится к ним. Во время переговоров по соглашениям о свободной торговле с Сингапуром и Чили США тоже осуждали режимы этих стран, но они были готовы к компромиссу.

Противиться этому будут банки из развитых стран, которых напрямую коснутся ограничения на экспорт краткосрочного банковского капитала в развивающиеся страны. Но такая их позиция может оказаться еще одним стимулом для МВФ и его самых влиятельных стран-участниц для поддержки этих методов развивающимися странами – вместо снисходительного отношения к ним. Это показало бы, что, вопреки распространенному мнению, выгоду на глобальном рынке капиталов получают не только банки из богатых стран. Для развивающихся стран существует возможность получить хоть какую-нибудь пользу от глобального рынка капиталов, и они должны сделать для этого все возможное. Но теперь надо быть более осторожным, чем прежде, и хорошо подготовленным. Если богатые страны тоже улучшат свои национальные финансовые системы в своих же интересах, то рынок станет еще более безопасным для всех участников. Уже сейчас международный рынок капитала огромен по своим масштабам, но его потенциал для поддержки роста в тех странах, где этот рост больше всего требуется, пока остается неиспользованным.

Итак, необходимо проводить такую политику, чтобы ограничить негативное влияние глобализации, а главной целью глобализации должно стать повышение благосостояния. Существует научная проблема: как ограничить волатильность и управлять кризисом в СФР в условиях финансовой глобализации? Хотя консенсуса по этому вопросу не существует, есть единство по некоторым пунктам. Например, в целом есть согласие, что ПЗИ и портфельные

инвестиции содействуют росту. Однако, портфельные инвестиции могут потенциально создавать угрозу нестабильности в СФР. После начала либерализации счета капитала и притока портфельных инвестиций, они способствуют развитию рынка капитала, однако существующие политические факторы и рыночные искажения могут вкупе с этими притоками капитала увеличить волатильность и риск кризиса.

В развитых экономиках, где такие искажения минимальны, притоки портфельных инвестиций стимулируют развитие финансовой системы. Наоборот, во многих СФР они имеют неблагоприятный эффект на финансовый сектор, особенно из-за наличия рыночных и финансовых искажений. С прогрессом глобализации трудно удерживать ограничения по счету капитала без ущерба другим формам экономической деятельности. Поэтому требуется скоординировать финансовую либерализацию с устранением рыночных искажений. Отсутствие такой координации будет усиливать волатильность и риск происхождения кризиса.

И, наконец, должна проводиться адекватная политика. Самый главный урок из произошедших кризисов в СФР в 1980-е и 1990-е гг. – то, что счет капитала не должен быть либерализован преждевременно. Вначале надо устранить все рыночные несовершенства, а финансовый сектор необходимо укреплять. Необходимо устранить неявные гарантии, ввести бюджетные ограничения на финансовые институты, модернизировать пруденциальное наблюдение, капитализировать финансовые институты. Либерализация счета капитала должна следовать, а не предшествовать рекапитализации внутреннего банковского сектора.

Есть веские доводы, чтобы проводить либерализацию счета капитала постепенно. Сначала это должно касаться только прямых инвестиций, а потом портфельных, в т.ч. краткосрочных. Однако, во многих СФР правительства этого не делают, даже после кризисов. Хотя есть скептики, все таки ПЗИ более стабильны, чем другие виды притока част-

ного капитала. Необходимо пристальное внимание уделять допуску иностранных финансовых институтов. Например, иностранные банки могут привнести в частный банковский сектор малозатратный способ распространения риск-менеджмента, технологий и знаний.

Некоторые страны научились использовать чрезмерный приток капитала без негативного влияния на свою экономику. Например, чилийский подход к управлению потоками капитала имеет много сторонников. Там ввели обязательство размещать капитал на 1 год на беспроцентный депозит и такая схема оправдана в пруденциальном надзоре. Фондовые рынки также играют значительную роль в контроле за волатильностью. Диверсификация источников корпоративного долга через развитие рынков облигаций, с одной стороны, и развитие рынка акций как источника капитала, с другой стороны, благотворно влияют на состояние баланса банков и корпораций и снижают волатильность на уровне всей финансовой системы. Однако, иностранный доступ к внутреннему рынку капитала должен быть либерализован до того, как разрешить местным банкам прибегать к оффшорному фондированию.

С целью предоставления краткосрочной ликвидности должны быть предусмотрены кредитные линии, доступные в любой момент времени, особенно, когда настроения инвесторов ухудшаются и они начинают выводить средства из страны. Когда международные банки и инвесторы отказываются возобновлять кредиты, финансовые власти должны выступать в роли кредитора на крайний случай (ККС). Все эти страховые механизмы необходимы, но недостаточны, чтобы ограничивать волатильность в эпоху финансовой глобализации. Риск кризиса обратно пропорционален эффективности фискальной и кредитно-денежной политике в СФР. Если финансовые институты и органы регулирования накопили достаточный опыт в управлении рисками, то это хороший задел в деле поддержания стабильности.

СФР должны реформировать свою финансовую систему, являющуюся центром экономической активности – каналом трансформации сбережений в инвестиции как ключевой фактор роста. Финансовые институты также играют важную роль в притоке капитала из-за границы, который будет оставаться мощным вследствие благоприятного роста в этой части мира в среднесрочной перспективе. Реформы необходимы, чтобы гарантировать, что финансовый сектор служит экономике, а не наоборот.

7.4. Финансовое дерегулирование и банковские риски

Финансовые кризисы, разразившиеся в СФР со второй половины 1990-х гг., свидетельствует о том, что финансовая либерализация представляет реальную угрозу для банковского сектора. В период, предшествовавший финансовой либерализации, в финансовом секторе ряда стран имела место так называемая финансовая депрессия, для которой характерен накопившийся спрос на банковские кредиты и другие банковские услуги в секторах экономики, подвергшихся либерализации. После либерализации банки стремятся быстро удовлетворить этот спрос. Какое-то время они замещают другие источники внешнего финансирования, так как первоначально рынок капиталов не развит настолько, чтобы играть важную роль в удовлетворении спроса на финансовые услуги. Финансовая либерализация существенно изменяет среду, в которой действуют банки и другие финансовые учреждения.

С либерализацией связана опасность нарушения нормальной деятельности банковского сектора из-за сочетания последствий поведения банков в регулируемой среде (накопившихся, но не решенных проблем) и стимулов, действующих в новой, либеральной среде. Защищенная прежде от внешних влияний среда вкупе с жестким регулированием кредитно-финансовой деятельности способствовали развитию негативных явлений в работе банков. В общем виде это означает, что решения о размещении активов принимались

без учета рыночных критериев максимизации прибыли. Часто банки предоставляли кредиты исходя из политических требований или по субъективному желанию владельцев, порой одновременно выступавших в роли заказчиков банковских услуг. В такой ситуации у банков не формировался, да и не мог формироваться навык, необходимый для успешного функционирования в незащищенной и слабо регулируемой среде, образовавшейся в результате финансовой либерализации. Сложившаяся ранее практика предоставления кредитов создавала угрозу снижения качества кредитного портфеля и, вместе с тем, не позволяла банкирам оперативно следить за должниками и оценивать степень риска при кредитовании. Обычно финансовая либерализация осуществляется в рамках глобальной стратегии макроэкономической стабилизации, экономической либерализации и структурных реформ. В ходе реформ и выполнения программ стабилизации, которые часто связаны с финансовой либерализацией, центральные банки изменяют методы проведения денежной политики.

Побочным эффектом успешных стабилизационных программ является высокий уровень рыночных процентных ставок как способ борьбы с инфляцией, а также повышения валютного курса. В последнем случае ухудшается положение предприятий – экспортеров, поскольку падает их конкурентоспособность на мировом рынке. Предприятия-экспортеры вынуждены приспосабливаться к новой ситуации – повышать производительность, увеличивать сбыт продукции внутри страны. В противном случае они могут столкнуться с финансовыми трудностями, в связи с чем возрастает риск для банков, кредитующих эти предприятия.

В процессе либерализации и стабилизации ситуации в банковском секторе важнейшим инструментом, с помощью которого осуществляются изменения в хозяйственной политике, является ставка рефинансирования. Повышение ее приводит к увеличению затрат банков на поиск ресурсов, негативно сказывается на финансовом положении их клиентов и способности банков возвращать кредиты. Это отрицательно отражается и

на поведении должников. Последнее вызвано тем, что в таких условиях к кредитам банков прибегают прежде всего предприниматели, осуществляющие инвестиционные проекты, которые обещают доход, превышающий высокие рыночные процентные ставки. Однако кредитование подобных проектов для банков связано с повышенным риском.

Негативное воздействие оказывает изменение величины процентной ставки в зависимости от срока возврата кредита. В ходе либерализации обычно уменьшается разница между процентными ставками долгосрочных и краткосрочных кредитов, которая имеет для банков большое значение. В регулируемой среде процентная ставка часто дифференцировалась в зависимости от срока кредитования. Тем самым банкам предоставлялась возможность легкого получения прибыли путем перевода краткосрочных пассивов (вкладов) в долгосрочные активы (кредиты). Проценты по вкладам (в основном краткосрочным) путем административного ограничения устанавливались на значительно более низком уровне, чем процентные ставки на предоставляемые кредиты (как правило, выдаваемые на длительный срок).

В ряде стран в результате либерализации процентных ставок уменьшилась возможность легкого получения прибыли таким путем, так как возросли расходы на поиск финансовых ресурсов и стало труднее устанавливать высокие проценты за пользование кредитом. Банкам трудно прогнать негативному воздействию изменения структуры процентных ставок. Обычно банковские пассивы в достаточной степени ликвидны, так как представляют собой вклады, не ограниченные определенным сроком, и банки могут быстро их лишиться. В отличие от этого активы обладают значительно меньшей ликвидностью. Кредитные обязательства заемщиков, как правило, можно продать другим субъектам лишь с большими потерями. Разрыв договорных кредитных отношений в свою очередь связан с дополнительными затратами в виде пени.

Финансовая либерализация ведет к усилению конкуренции банков. Вследствие либерализации пассивы коммерческих банков начинают испытывать воздействие конкуренции со стороны других финансовых институтов (отечественных и зарубежных), получивших доступ на банковский рынок. Положение банков осложняется тем, что предприятия сами могут оперативно информировать о своем финансовом положении, что позволяет им напрямую налаживать связи с владельцами финансовых ресурсов, не прибегая к помощи банков. Как правило, предприятия, способные изыскивать небанковские источники финансирования, являются лучшими клиентами и их потеря означает для банков повышение уровня риска кредитного портфеля.

В отличие от начала XX в. современное финансовое регулирование и надзор позволяют обуздывать неуемную жадность банков к кредитованию. С другой стороны, внешние ограничения на кредитном рынке, связанные с существованием золотого стандарта, отменены. Центральные банки сегодня практически не обращают внимания на темпы кредитной экспансии до тех пор, пока инфляция остается под контролем. В итоге, вероятность возникновения кредитного «пузыря» в частном секторе существенно возросла. Вплоть до 1980-х гг. в большинстве стран рост предложения кредитных ресурсов был тем или иным образом ограничен. После отказа от золотого стандарта дисциплину обеспечивало жесткое регулирование финансовых рынков. Большинство стран имело некоторые механизмы контроля кредитного рынка, которые ограничивали финансовый цикл в ущерб мобильности перераспределения ресурсов. Но с тех пор правительства предоставили финансовым системам свободу.

В 1980-х гг. кредитную экспансию ограничивали целевые размеры денежной массы, но и от этого пришлось отказаться, поскольку различные оценки этого параметра давали противоречивые сигналы. Изменения предложения кредитных ресурсов и стоимости активов всегда играли важную роль в экономическом цикле, но за последнее время их

значение возросло. Финансовое дерегулирование и инновации расчистили поле для более явных финансовых циклов, которые, в свою очередь, усиливают цикличность экономики. Например, вместо того, чтобы учитывать выданные кредиты на своем балансе, банки сегодня выпускают под них долговые бумаги, которые затем продают на вторичном рынке. Возникающий в результате поток ликвидности позволяет банкам выдавать больше кредитов в период бума. Новые финансовые инструменты и конкуренция на ипотечном рынке сделали заемные средства более доступными для населения. Но облегченный доступ к кредитным ресурсам может вызвать чрезмерное увеличение объема заимствований, что повышает вероятность рецессии⁵⁶.

Кредитные и имущественные циклы обычно возникают одновременно, питая друг друга. Увеличение стоимости активов провоцирует расширение предложения и доступности займов, поскольку увеличивается стоимость их обеспечения. Затем быстрая кредитная экспансия и промышленный рост повышают стоимость активов. Когда стоимость активов падает, процесс протекает в обратном направлении.

В исследовании БМР за 2001 г. указывается, что финансовые системы способствуют возникновению экономических циклов по той причине, что многие банки и участники рынка неверно представляют себе, как на протяжении цикла изменяются риски. Кредиторы склонны занижать риск во время экономических бумов, когда растет стоимость обеспечения и прибыль заемщиков высока. Они уменьшают процентные ставки и ослабляют требования к залогам, дают слишком много денег.

Во время рецессий оценка риска запоздало возрастает, после того, как заемщики отказываются платить по долгам. Поэтому правила кредитования ужесточаются, а требования к размеру обеспечения возрастают. Все это усугубляет цикличность, усиливая перегрев экономики и углубляя или увеличивая продолжительность ее спада⁵⁷.

Некоторые экономисты опасаются, что новая версия Базельских принципов банковского надзора может ухудшить положение. Начиная с 2007 г., банки рассчитывают показатели достаточности капитала с учетом оценки рисков. Опасность состоит в том, что оценка риска, производимая банками, будет изменяться сильнее, чем ей положено в процессе экономического цикла, вызывая нежелательное уменьшение показателей достаточности капитала во время бума и их увеличение во время рецессии. Таким образом, финансовая система будет усиливать цикличность еще больше, чем это происходит сейчас. Должны ли центральные банки сдерживать необоснованную кредитную экспансию и рост стоимости активов? Традиционно считается, что власти вряд ли могут оценить риск и обоснованность решений лучше, чем частные компании. Но, как в свое время писал Дж. Кейнс, хороший банкир, увы, не тот, кто предвидит опасность и избегает ее, а тот, кто терпит неудачу, ошибаясь, как и его коллеги, поскольку тогда его не в чем упрекнуть. Центральным банкам чуждо это стадное чувство. У них более долгосрочные ориентиры и иные интересы при наличии лучшего понимания взаимосвязи финансового сектора и реальной экономики, поэтому они могут реагировать на ситуацию по-иному, нежели частные банки.

Более подробно о монетарной политике центральных банков в СФР остановимся в следующем, заключительном разделе. Там мы более подробно остановимся на рассмотрении статуса ЦБ, их роли в банковской системе и противоречивых приоритетах их кредитно-денежной политики.

Примечания к разделу II

1. Издержки по банковским кризисам приводятся: Caprio G., Klingebiel D. Dealing with Bank Insolvencies: Cross Country Experience // World Bank Policy Research Working Paper. No. 1620. Wash., 1996. URL: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1996/07/01/000009265_3961214130910/Rendered/PDF/multi_page.pdf; Dziobek C., Pazarbasioglu C. Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries // IMF Working Paper. No.161. Wash., 1997. URL: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/155591/finsecissues/pdf/dziobek.pdf>.

2. Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries // IMF Staff Papers. Vol.45. 1998. P.81–109.

3. О чувствительности потоков капитала в СФР к изменению процентных ставок на мировых рынках см.: Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C.M. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990-s // Journal of Economic Perspectives. Vol.10. 1996. P.123–139; Taylor M.P., Sarno L. Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants // World Bank Economic Review. 1997. Vol.11. P. 451–470.

4. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Government Ownership of Banks // Journal of Finance. 2002. Vol. 57. P. 265–301; Barth J.R., Caprio G., Levine R. Banking Systems Around the Globe: Do Regulations and Ownership Affect Performance and Stability? // Prudential Supervision: What Works and What Doesn't. Chicago, 2001. P.31–95. URL: <http://www.nber.org/chapters/c10757.pdf>.

5. См.: Caprio G., Martinez Peria M.S. Avoiding Disaster: Policies to Reduce the Risk of Banking Crises // Egyptian Center for Economic Studies. Discussion Paper. Cairo, 2000. URL: http://www.eces.org.eg/Publications/View_Pub.asp?p_id=10&p_detail_id=181#mytop.

6. Claessens S., Demirgüç-Kunt A., Huizinga H. How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets? // Journal of Banking and Finance. 2001. Vol.25. N5. P.891–911.

7. Demirgüç-Kunt A., Levine R., Min H. Opening to Foreign Banks: Issues of Efficiency, Stability, and Growth // The Implications of Globalization of World Financial Markets. Seoul, 1998. URL: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/1998_BOK_Foreign%20Banks.pdf.

8. Dages G.B., Goldberg L., Kinney D. Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. 2000. Vol. 6. №3. P.17–36.

9. Detragiache E., Gupta P. Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia // IMF Working Paper. No.04/129. Wash., 2004.

10. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Bank Regulation, Concentration and Crises: First results. Wash., 2002. URL: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_JBF_3RL_Concentration.pdf.

11. См., например, Barth J.R., Caprio G., Levine R. Bank Regulations Are Changing: For Better or Worse? // World Bank Policy Research Working

Paper. No.4646. Wash., 2008. URL: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/06/16/000158349_20080616114748/Rendered/PDF/wps4646.pdf.

12. См.: Volcker P. A Perspective on Financial Crisis // Rethinking the International Monetary System. Boston, 1999.

13. Bordo M.D., Schwartz A.J. Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared With and Without Bailouts // NBER Working Paper. No.7701. Cambridge, 2000. URL: <http://www.nber.org/papers/w7701.pdf>.

14. См. подробнее: Klagsbrunn V. Brazil and Argentina in the Global Financial System: Contrasting Approaches to Development and Foreign Debt // Global Financial Integration Thirty Years on: From Reform to Crisis. Cambridge, 2010. P.187–203.

15. Sachs J., Tornell A., Andrés V. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995 // NBER Working Paper. No.5576. Cambridge, 1996. URL: <http://www.nber.org/papers/w5576.pdf>.

16. См.: Сравнительный анализ стабилизационных программ 1990-х гг. М., 2003. С.28.

17. См.: Carney R.W. Lessons From the Asian Financial Crisis. L., N.Y., 2009.

18. См.: Xiaoke Zhang. Global Markets, National Alliances and Financial Transformations in East Asia // Global Financial Integration Thirty Years on: From Reform to Crisis. Cambridge, 2010. P.208–210.

19. Илларионов А. Как был организован российский финансовый кризис // ИЭА. Вопросы экономики. 1998. №4. URL: http://www.iea.ru/article/publ/vopr/1998_11.pdf.

20. Там же.

21. См.: Международный опыт реструктуризации банковских систем. М., 1998.

22. См.: Caprio G., Summers L. Finance and Its Reform: Beyond Laissez-Faire // World Bank Policy Research Working Paper. No. 1171. Wash., 1993; Stiglitz J.E. The Role of State in Financial Markets // Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics. Wash., 1994.

23. См.: Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. Financial Liberalization and Financial Fragility // World Bank Policy Research Working Paper. No.1917. Wash., 1998. URL: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1998/05/01/000009265_3980630181025/Rendered/PDF/multi_page.pdf. Эмпирические исследования подтвердили это. См.: Arteta C., Eichengreen B. Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence // Financial Policies in Emerging Markets. Cambridge, 2002; Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. Gupta P. Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress // Journal of International Money & Finance. 2006. Vol.25 (5). P.702-718.

24. Более детальный анализ по кризисам см.: Caprio G., Klingebiel D. Dealing with Bank Insolvencies: Cross Country Experience // World Bank Policy Research Working Paper. No.1620. Wash., 1996. URL: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1996/07/01/000009265_3961214130910/Rendered/PDF/

multi_page.pdf; Rojas-Suarez L., Weisbrod S.R. Financial Fragilities in Latin America. The 1980s and 1990s // IMF Occasional papers. No.132. Wash., 1995.

25. Данные МВФ о частоте банковских и валютных кризисов основаны на количественном критерии для идентификации «избыточности» предложения кредитов. Кредитные бумы определяются как ситуации, когда темп роста реального кредита отклоняется от трендового темпа более чем на 1,75 коэффициента вариации (отношения среднеквадратичного отклонения к среднему). Иначе говоря, рассматриваются лишь 5% случаев отклонения вверх от тренда, и именно эти случаи идентифицируются в качестве кредитных бумов. См.: IMF Financial Stability Report. Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern? April 2004. Wash., 2004.

26. Calvo G., Mendoza E. Reflections on Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold // Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers. No.545. Wash., 1995. URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/545/ifdp545.pdf>.

27. Chang R., Andres V. The Asian Liquidity Crisis // NBER Working Paper No.6796. Cambridge, 1998. URL: <http://www.nber.org/papers/w6796.pdf>.

28. IMF. World Economic Outlook: Tensions From The Two-Speed Recovery. April 2011. Wash., 2011. P.21.

29. Связь между глобализацией и финансовым кризисом см.: Bustelo P., Olivie I. Economic Globalisation and Financial Crises: Some Lessons from East Asia // The Indian Journal of Quantitative Economics. April 1999. Amritsar, 1999. URL: <http://www.ucm.es/info/eid/pb/BusOli99.pdf>.

30. См. подробнее: Wade R.H. The Aftermath of the Asian Financial Crisis: From «Liberalize the Market» to «Standardize the Market» and Create a «Level Playing Field» // Ten Years After: Revisiting the Asian Financial Crisis. Wash., 2007. P.73-94.

31. Tornell A., Westermann F. Systemic Crises and Growth // NBER Working Paper. No.11076. Cambridge, 2005. URL: <http://www.nber.org/papers/w11076.pdf>.

32. См.: Honohan P. Financial Development, Growth and Poverty: How Close are the Links? // World Bank Policy Working Paper. No.3203. Wash., 2004. URL: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/03/30/000160016_20040330143253/additional/104504322_20041117151008.pdf; Caprio G., Honohan P. Starting over Safely: Rebuilding Banking Systems // Financial Crises: Lessons From the Past, Preparation for the Future. Wash., 2005. P.217-256.

33. Скол измеряет асимметричность распределения серий вокруг среднего и измеряется по формуле $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{(x_i - \bar{x})}{s}$, где \bar{x} – среднее, а s – дисперсия. Скол нормального распределения равен нулю; положительное значение указывает на правоскошенное распределение, а отрицательное – на левоскошенное распределение.

34. Tornell A., Westermann F. Systemic Crises and Growth // NBER Working Paper. No.11076. Cambridge, 2005. URL: <http://www.nber.org/papers/w11076.pdf>.

35. IMF. World Economic Outlook. April 2004. Wash., 2004. P.153.

36. Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework // NBER Working Paper. No.6455. Cambridge, 1998. URL: <http://www.nber.org/papers/w6455.pdf>.

37. Датировка таких событий как банковский кризис, валютный кризис и внезапные остановки притока капитала взяты из работ: Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey // IMF Working Paper. No.05/96. Wash., 2005. P. 7–8. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0596.pdf>; Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper No.8716. Cambridge, 2002. URL: <http://www.nber.org/papers/w8716.pdf>; Calvo G.A., Izquierdo A., Mejia L. On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects // NBER Working Paper. No.10520. Cambridge, 2004. URL: <http://www.nber.org/papers/w10520.pdf>.

38. Данные по агрегированным банковским показателям взяты из программ FSAP и Миссии Фонда согласно Article IV (см. Прил. Е.). Все индикаторы соответствуют определениям МВФ, см.: IMF Compilation Guide on Financial Soundness Indicators 2004. Wash., 2004. P.112–133. Некоторые страны не соответствуют методологии, поскольку документ был подготовлен в 2004 г., а переход к его использованию потребовал определенного времени. Поэтому данные могут оказаться несопоставимыми и создавать «шум» в межстрановых исследованиях.

39. Rajan R. Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence // Quarterly Journal of Economics. 1994. Vol.109. P.399–442.

40. См.: Marichal C. A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820–1930. Princeton, 1989; McKinnon R.I., Pill H. Credible Economic Liberalizations and Overborrowing // American Economic Review. Vol.87. No.2. P.189–193.

41. См.: Cline W.R. The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets // NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies. October 19–21, 2000. Background Papers. Woodstock, 2000. URL: <http://www.nber.org/~confer/2000/wisef00/cline.pdf>; Cline W.R. Financial Globalization, Economic Growth, and the Crisis of 2007–09. Wash., 2010.

42. См.: Kletzer K., Mody A. Will Self Protection Policies Safeguard Emerging Markets from Crises? // Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia. Wash., 2000. URL: <http://people.ucsc.edu/~kkletzer/kmwb.pdf>.

43. Eichengreen B. Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda. Wash., 1999. P.41–51.

44. Kaminsky G.L., Schmukler S.L. What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis // Journal of International Money and Finance. 1999. No.18. P.537–560.

45. Easterly W., Islam R., Stiglitz J. Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility. Wash., 2000. P.10–11. URL: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/28040_shaken_and_stirred.pdf.

46. Р. Кабарелло в исследованиях по Аргентине, Чили, Мексике пришел к этим выводам. См.: Caballero R. Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies // NBER Working Paper. No.7782. Cambridge, 2000. URL: <http://www.nber.org/papers/w7782.pdf>.

47. Berola G., Drazen A. Will Government Policy Magnify Capital Flow Volatility? // Capital Mobility: The Impact of Consumption, Investment and Growth. N.Y., Melbourne, 1994. P.273–278.

48. Caballero R. Op. cit. P.35.

49. См.: Sarno L., Taylor M. Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation // Journal of Development Economics. 1999. No.59. P.337–364.

50. Calvo G., Talvi E. Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile // NBER Working Paper. No.11153. Cambridge, 2005. URL: <http://www.nber.org/papers/w11153.pdf>.

51. См.: Eichengreen B., Gupta P., Mody A. Sudden Stops and IMF-Supported Programs // Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets. Chicago, 2008. P. 253–258.

52. Eichengreen B., Rose A.K. Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises // NBER Working Paper. No.6370. Cambridge, 1998. URL: <http://www.nber.org/papers/w6370.pdf>

53. Эксперты МВФ пришли к выводу, что введение контроля за движением капитала не может заменить надлежащую макроэкономическую политику, хотя и позволяет выиграть время для принятия антикризисных мер. Эффективность мер серьезно различается в зависимости от режима валютных курсов, степени развития финансовых рынков, качества режима регулирования и т.д. См.: Арийоши А., Хабермайер Л. и др. Контроль за движением капитала: опыт стран по его введению и отмене. М., 2001.

54. Подробнее об этом см.: OECD. Latin American Economic Outlook 2010. Paris, 2009. P.147–168.

55. См.: Chowdury A.R. The Asian Currency Crisis: Origins, Lessons and Future Outlook // World Institute for Development Economics Research of the United Nations University (UNU-WIDER). Research for Action. Vol.1999/47. Helsinki, 1999. P.16–19. URL: http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/previous/en_GB/rfa-47/_files/82530858932642623/default/rfa47.pdf.

56. О связи между бумами заимствования и кризисами опубликовано много исследований. См.: Gourinchas P.O., Landerretche O., Valdes R. Lending Booms: Latin America and the World // NBER Working Paper. No.8249. Cambridge, 2001. URL: <http://www.nber.org/papers/w8249.pdf>; Bordo M., Eichengreen B. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization // NBER Working Paper. No.8716. Cambridge, 2002. URL: <http://www.nber.org/papers/w8716.pdf>.

57. См.: Bank for International Settlements. Marrying the Macroeconomic and Microeconomic Prudential Dimensions of Financial Stability // BIS Paper. 2001. No.1. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01.htm>.



РАЗДЕЛ III

**ОБЕСПЕЧЕНИЕ
ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ
В ЭКОНОМИКАХ
С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ
РЫНКАМИ**

Об уроках финансовых кризисов

Ниже мы приводим сравнения основных финансовых уязвимостей во многих странах Восточной Азии, Латинской Америки и России на опыте предыдущих и нынешних финансовых кризисов. Хотя уязвимостей стало меньше, но есть повод для беспокойства: это сохраняющаяся излишне мягкая кредитно-денежная политика (политика низких процентных ставок), чрезмерные вливания ликвидности со стороны центральных банков и перегрев фондовых рынков (табл. 8.1).

Отметим основные допущенные ошибки в кредитно-денежной политике монетарных властей накануне прошедших финансовых кризисов в СФР. Фискальные и финансовые издержки накопления чрезмерных резервов и частичной стерилизации валютных поступлений были достаточно высокие. Это объясняется тем, что поскольку эти резервы размещаются под низкие ставки в зарубежных банках, а кредиты привлекаются по более высоким ставкам, то власти несут чистые финансовые потери. К тому же, в условиях долгосрочного номинального и реального укрепления валюты резервные запасы обесцениваются.

Вторая проблема – фактический возврат к полуфиксированным валютным курсам (только несколько стран за последние несколько лет попытались перейти к более гибким режимам – Индонезия, Корея и Таиланд). Большинство же валют СФР остаются недооцененными относительно доллара, даже при улучшении состояний ПБ и накопленных резервах. Реальное укрепление валюты происходит посредством более высокой инфляции в этих странах. Многие страны полагаются на экспортно-ориентированную модель роста (наличие положительного чистого экспорта) и недооценивают значимость внутренних факторов роста.

Таблица 8.1
Сравнение основных финансовых уязвимостей,
существовавших в странах СФР накануне кризисов
1990-х гг. и второй половины 2000-х гг.

Основные угрозы	1990-е гг.	2000-е гг.
Режим валютного курса	В основном фиксированный или «валютный коридор»	Ограниченное управляемое «плавание»
Состояние ПБ	Сальдо с дефицитом при низком уровне резервов	Сальдо с излишком при высоком уровне резервов
Проблема внешней задолженности	Высокий уровень краткосрочного долга с низким уровнем резервного покрытия	Высокая степень ликвидного покрытия краткосрочного долга
Фондовые рынки накануне кризисов	Образование фондовых «пузырей»	
Уязвимость балансов корпоративного сектора	Высокие риски ликвидности и валютные риски	
Внешний негативный фактор	Укрепление доллара США	Ипотечный кризис в США
«Внезапная остановка» капитала	Чистый отток частного капитала. Кредитное «сжатие»	
Состояние ликвидности	«Испарение» ликвидности на рынках. Поддержка ЦБ и МВФ	
Индекс финансового стресса*	высокий	средний

Согласно данным МВФ, см.: Global Financial Stability Report. Navigating the Financial Challenges Ahead. October 2009. Wash., 2009. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/FSR/2009/02/index.htm>.

И, наконец, экономическая и финансовая политики в этих странах способствуют накоплению глобальных дисбалансов, которые могут привести к неуправляемым негативным последствиям в мировом масштабе. Наличие таких дисбалансов создают предпосылки для удержания процентных ставок низкими на глобальном уровне, приводя к росту частного потребления и снижению частных сбережений, что обуславливает нарастание дефицита ПБ в США. Это создает условия для создания финансовых пузырей на рынках недвижимости, ценных бумаг, сырьевых товаров, кредитных бумов и увеличивает зависимость всех экономик от состояния экономики США.

Главным уроком кризиса 1990-х гг., который пока что плохо усвоен многими СФР – это необходимость быстрого перехода к политике более гибкого валютного курса для всех СФР, которые столкнулись с классической «дилеммой Триффини» (Triffin) или «несовместимого треугольника»: никакая страна не сможет одновременно удержать фиксированные обменные курсы, проводить независимую денежно-кредитную политику и обеспечить свободную мобильность капитала без введения жесткого контроля. Это еще раз подтверждает опыт Китая, где пытаются жестко контролировать валютный курс и, в тоже время, теряется контроль в области кредитной и денежной политики при высококомобильных потоках капитала. Об этом свидетельствует то, что в условиях перегрева экономики, процентные ставки сохранялись низкими. Чрезмерная ликвидность приводит к раздуванию цен на рынках жилья и фондовом рынке. С этой же проблемой сталкиваются не только азиатские страны, но также Россия, Аргентина, Индия, страны Ближнего Востока: кредитный бум, перегрев экономики, инфляция и «пузыри».

Поскольку уязвимости в современный период отличаются от тех, что были десятилетие назад, то современный кризис уже не является классическим кризисом внешней задолженности. Скорее, это кризис сложившихся потоков фи-

нансирования в глобальном масштабе. Это сочетание тех глобальных условий, которые были накануне прошлых кризисов 1990-х гг.: дорогого доллара, дешевой иены и краха carry trade, а также шока условий внешней торговли. Сейчас условия для спекулятивных потоков также сохраняются: в 2000-е гг. в условиях снижающегося курса доллара и низких процентов на зарубежных рынках возобновились потоки краткосрочного капитала на формирующиеся рынки со всеми вытекающими из этого негативными последствиями.

Традиционная политика по предотвращению пузырей через укрепление валютных курсов уже не срабатывает и у регуляторов остается не так много инструментов, чтобы избежать нового финансового кризиса. Между тем, угроза глобального пузыря на рынке капитала вполне реальна, и когда этот пузырь взорвется, рухнет стоимость всех без исключения активов. Цены рискованных активов растут слишком быстро благодаря почти нулевым процентным ставкам и ослаблению монетарной политики в развитых экономиках. Индекс MSCI для развивающихся рынков вырос за 2009 г. более чем на 91%, для стран BRIC (Бразилия, Индия, Китай, Россия) – на 78%, российский индекс RTSI поднялся на 142%, гонконгский Hang Seng – на 72%.

Требуется лучшее осмысление уроков предыдущих и нынешних финансовых кризисов с изменением модели роста в СФР: переход от внешне-ориентированного роста к внутренне-ориентированному. Необходимо больше полагаться на реальные инвестиции за счет собственных сбережений; развивать и углублять свой собственный финансовый сектор и сектор, ориентированный не на внешний, а на внутренний рынок (сектор неторгуемых товаров) с меньшей зависимостью от волатильности глобальной экономики.

Итак, жесткая дилемма, которая стоит перед экономиками СФР: 1) позволить своим валютам быть более гибкими, но тем самым замедлить рост; 2) накапливать излишние резервы и подпитывать кредитный бум и финансовые «пузыри»; 3) контролировать потоки (притоки) капитала,

но эта мера воспринимается негативно внутренними и внешними инвесторами. Большинство стран пока остаётся в зоне управляемых (или полуфиксированных) курсов и многое в дальнейшем будет зависеть от решения Китая перейти к более гибкому курсу юаня.

В этом разделе рассмотрим основные причины макроэкономической и финансовой нестабильности в СФР, основные вызовы в монетарной политике центральных банков, с которыми сталкиваются ряд стран с формирующимися экономиками и какие уроки должны быть извлечены этими странами, чтобы не допустить негативного влияния на экономический рост, которое может исходить как от самих денежных властей (в частности, политики центральных банков), так и извне при условии, что их формирующиеся рынки и финансовые системы остаются недоразвитыми.

Глава 8. Финансовая и макроэкономическая нестабильность в странах с формирующимися рынками: истоки и пути её предотвращения

Страны с формирующимися рынками на протяжении последних 20 лет достаточно быстро интегрировались на глобальные финансовые рынки, но при этом имеют хрупкие финансовые системы, очень подверженные внешним шокам. Проводимая этими странами политика ускоренной финансовой либерализации и высокой мобильности капитала имеют дестабилизирующий эффект на их экономики. Вероятность более резких взлетов и падений на фондовых рынках, а также волатильность темпов роста ВВП в этих экономиках выше, чем в развитых странах. Считается, что вместе с прогрессом финансовой глобализации и внутренней либерализации цикличность развития внутренней экономики и финансовой системы должна уменьшиться. Однако, не факт, что более открытая экономика является более стабильной и менее волатильной. В исследовании Мирового Банка подчеркивается различие между теми экономиками, которые уже открыты, и теми, которые только

становятся ими. Если первые более стабильные, то последние, при определенных обстоятельствах, могут столкнуться с финансовыми кризисами¹.

8.1. Основные факторы финансовой уязвимости к внешним шокам СФР в 2000-е гг.

Рассмотрим, какие кредитно-денежные и финансовые условия делают страну уязвимой к внешнему шоку в условиях высокоинтегрированного участия на мировых финансовых рынках².

Долговая нетерпимость и внешняя уязвимость. Теоретически, публичное заимствование, как внешнее так и внутреннее, используется, чтобы развивать инвестиционные возможности страны в долгосрочном периоде; в растущей экономике считается оправдано, что последующие поколения будут нести издержки нынешнего заимствования. Оно также оправдано, как средство, чтобы сглаживать расходы и доходы правительства, а не прибегать к частому изменению налогов. Также, внешнее заимствование покрывает нехватку внутренних сбережений и содействует росту через инвестиции.

На практике, однако, результаты внешнего заимствования не всегда оправдают надежды, поскольку долговые кризисы в СФР со значительным накопленным долгом привели к сокращению производства. К тому же, эти страны оказались не в состоянии (или не желали) должным образом использовать эти займы. И как результат – в научной литературе в последнее время появились отрицательные оценки в отношении накопленного долга этих стран. Появились такие выражения, как «долговая нетерпимость» и «первородный грех» в качестве заголовков статей по внешнему долгу. К. Рейнхарт, К. Рогофф и М. Савастано определяют «долговую нетерпимость» как чрезвычайную степень долговой нагрузки для СФР, которая по меркам развитых экономик может быть вполне приемлемой³. Такие страны страдают от повторяющихся кризисов, как только они превышают порог безопасности по долгу (в % ВВП).

МВФ рассчитал допустимый уровень публичного долга на выборке из 21 страны. Медианный уровень долга оказался 25% ВВП, а фактический медианный уровень оказался в 2,5 раза выше установленного, что указывало на проблемы сверхзаимствования⁴. Это не значит, что долг плох сам по себе. Аналогия, которую можно проиллюстрировать на следующем примере: доктор рекомендует пациентам похудеть, чтобы продлить себе жизнь; это не значит, что пища вредна, только потому, что пациент должен есть меньше.

Согласно сторонникам «первородного греха», кризис является следствием того, что страна не способна привлекать с внешнего рынка средства в своей национальной валюте. А это приводит к валютным несоответствиям и уязвимости к кризису. Коллапс валюты резко увеличивает долговую нагрузку (в % ВВП) и приводит к финансовому кризису – дефолтам местных заемщиков и кредиторов в иностранной валюте.

Проблема высокой задолженности правительства обычно означает неблагоприятное сочетание сальдо баланса первичного бюджета, реальных процентов по долговым бумагам, выпущенным правительством и снижающихся темпов роста, что повышает соотношение публичного долга к ВВП до критически опасного порога. В случае ухудшения внешних условий высока вероятность «sudden stop» и коллапса валюты. Если величина планируемых излишков по первичному бюджету правительства окажется меньше величины его задолженности, спреда по суверенным бондам в инвалюте вырастут, другими словами, возникает проблема с платежеспособностью. В этом случае, повышение суверенных кредитных рисков приведет к росту реальных процентных ставок, появится неопределенность с будущей инфляцией – все это будет препятствовать в будущем частным инвестициям. Это создает угрозу возникновения кризиса.

Степень, с которой каждая отдельная страна будет находиться под неблагоприятным влиянием шока глобальных процентных ставок, будет зависеть не только от пло-

хих и хороших новостей конкретно для этой страны, но и от структурных характеристик её задолженности. Например, если у страны высокая зависимость от внешнего финансирования, неразвитый внутренний рынок облигаций, низкая открытость по экспорту, слабая банковская система, невозможность получить ликвидность в чрезвычайной ситуации, а также такие характеристики внешнего долга, как: плавающие процентные ставки, низкая дюрация (срочность) долга, большая доля долга, деноминированная в инвалюте (или индексированная по валюте), высокая доля краткосрочного долга к резервам и величина обслуживания внутреннего долга к ВВП – все это делает страну более уязвимой, по сравнению с теми странами, где эти характеристики по задолженности лучше.

Величина внешнего долга (в% ВВП) для некоторых СФР значительно выросла после 1990-х гг. Насколько такое соотношение составляет серьезную проблему и что можно сделать, чтобы снизить уязвимость к кризису? Рассмотрим на примере восточноазиатских стран, столкнувшихся с кризисом в 1997 г. Увеличив излишек первичного бюджета, перейдя к гибкому режиму валютного курса и нарастив резервы, азиатские экономики лучше подготовились к последнему глобальному кризису 2008 г. Хотя их долг возрос, но после кризиса они значительно нарастили резервы и снизили долю краткосрочного внешнего долга по отношению к резервам (табл. 8.2).

Эксперты Мирового банка выделяют три основных фактора, определяющих долговую устойчивость страны-дебитора: накопленный объем внешнего долга и условия его погашения; динамика, структура (по валюте, по срочности) и условия привлечения «нового» внешнего финансирования (рефинансирование долга); динамика экономического развития страны (темпы роста ВВП, в т.ч. за счет внешних факторов). Кроме того, в качестве фактора, оказывающего существенное влияние на долговое положение дебитора, выделяется степень «чувствительности»

Таблица 8.2
Характеристика величины задолженности и резервов
для отдельных восточноазиатских стран: до и после
кризиса 1997 г.

	Совокупный публичный долг, в % ВВП		Чистые иностранные резервы, в % ВВП		Краткосрочный внешний долг, в % резервов (без учета золота)	
	1995–1997	2002	1995–1997	2002	1995–1997	2002
Индонезия	34,5	91,3	9,5	15,2	188,1	75,2
Корея	12,8	42,4	4,6	19,4	54,1	34,1
Малайзия	46,7	62,8	20,0	35,4	47,8	24,5
Таиланд	21,2	45,3	-3,5	31,1	131,2	31,3

Ист.: Обзоры Мирового банка «Global Development Finance» за разные годы.

платежеспособности страны к негативному внешнему воздействию (так называемым «факторам уязвимости», например, валютному и процентному рискам, изменению конъюнктуры товарных и сырьевых рынков и др.

В табл. 8.3 показаны страны с наивысшим уровнем внешней задолженности (первые пять) на конец 2008 г. Среди них – Латвия, Казахстан, Польша, Аргентина и Турция имеют высокие значения (по оценкам МВФ, если доля внешнего долга находится в пределах 30% ВВП, то это является приемлемым уровнем). По доле краткосрочного долга также выделяется Аргентина, Малайзия, Латвия и Таиланд в первой четверке стран по этому показателю. Если ранжировать страны по показателю бремени обслуживания долга (текущие платежи к экспорту), то Латвия (с большим превышением) и Турция имели самое высокое бремя внешней задолженности на конец 2008 г. (Прил. К, табл.К.3).

К концу 2008 г. по нашей выборке СФР внешний долг (как доля ВВП) заметно повысился (по сравнению с 2000 г.)

у трех стран (Латвия, Польша и Украина) и остался примерно на том же уровне у Аргентины и Турции. Все другие страны заметно снизили бремя внешней задолженности (Прил. К, табл. К.2).

Среди всех СФР, страны ЦВЕ и СНГ имели самый высокий уровень внешней задолженности, большая часть которой финансировалась частными кредиторами: внешний долг увеличился на 39% за 2006–2007 гг. и составил по этой группе 1,3 трлн. долл., что эквивалентно 41% национального дохода. Чистые заимствования от внешних частных кредиторов увеличились с 14,5 млрд долл. (1% ВВП) в 2003 г. до 1,3 трлн долл. (4% ВВП) в 2007 г. Только на четыре страны СНГ приходилось 65% займов путем размещения еврооблигаций в 2007 году⁶.

В табл. 8.4 приведены данные по величине покрытия валютными резервами краткосрочной задолженности (как критерий платежеспособности страны) и сальдо текущих платежных балансов (ПБ), характеризующих страну как

Таблица 8.3

Характеристики внешней задолженности по странам СФР на конец 2008 г.

Страна	Внешний долг, в % ВВП	Страна	Краткосрочный долг, доля в совокупном ВВП, в %	Страна	Обслуживание долга в инвалюте, в % экспорта
Латвия	123,5	Аргентина	43,9	Казахстан	41,8
Казахстан	95,0	Малайзия	41,0	Латвия	37,7
Украина	57,4	Латвия	33,5	Турция	29,5
Польша	46,0	Таиланд	31,3	Польша	25,0
Аргентина	39,2	Украина	21,2	Бразилия	22,7

Ист: Статистика Всемирного банка по внешнему долгу⁵.

чистого дебитора или кредитора. Кризис ПБ подрывает платежеспособные позиции страны и способен запустить широкомасштабный финансовый кризис в экономике. Расширение дефицита ПБ и ухудшение состояние бюджета наиболее остро в период последнего глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. наблюдался в странах ЕЦА (Прил. К, табл. К.1). Худшие позиции по ПБ среди стран Европы и Центральной Азии (ЕЦА) в 2009 г. имели Казахстан (сальдо ПБ: -6,4% ВВП) и Латвия (-6,7% ВВП), Эстония (-6,3% ВВП) и Болгария (-12,3% ВВП).

Снижение поступлений в бюджет из-за глубокой рецессии и ограниченный доступ к внешним источникам капитала ограничивает их возможности проводить контрциклическую фискальную политику. Многие страны неспособны поддерживать расходы на прежнем уровне (не говоря уже об их увеличении, чтобы бороться с рецессией).

Таблица 8.4

**Характеристика платежеспособной позиции страны
по состоянию ликвидности**

Страна	Официальные резервы в инвалюте / к/с долг, коэффициент	Страна	Сальдо ПБ в% ВВП
Латвия	0,34	Латвия	-13,1
Польша	1,1	Украина	-10,5
Аргентина	1,2	Казахстан	-7,8
Украина	1,4	Турция	-6,7
Турция	1,5	Польша	-5,5
Казахстан	1,8	Бразилия	-2,3

Данные на конец 2007 г.

Ист.: Данные МВФ⁷.

Это вынуждает их проводить проциклическую политику: сокращать расходы в период кризиса и еще больше усугублять ситуацию в экономике.

Некоторые страны стали интенсивно использовать свои резервы, которые они смогли увеличить до кризиса: с сентября 2008 г. 16 СФР потребили более 20% своих резервов, а текущий запас резервов едва покрывал 4-мес. импорт в 18 странах.

Многие страны сумели нарастить значительные резервы и снизить относительную величину своей внешней задолженности в период благоприятной конъюнктуры. Экспортеры сырьевых товаров (особенно нефти) и металлов нарастили свои резервы до рекордных уровней (Мексика, Россия). Однако для стран импортеров сырья картина обратная, поскольку условия торговли для них в период высоких цен ухудшались. Если страны финансируют свои текущие дефициты притоком краткосрочного капитала (портфельные инвестиции), для них существует риск быстрого истощения международных резервов. Недостаток финансирования вынуждает ограничить внутренний спрос и провести девальвацию валюты, чтобы восстановить внутренние и внешние балансы.

Рассмотрим переход из зоны устойчивого финансирования в зону неустойчивого внешнего финансирования и в зону финансовой нестабильности по группе СФР за период 2006–2009 гг. (табл. 8.5).

Значительный запас международных резервов обеспечивает «подушку безопасности» в случае негативных шоков в балансе платежей и, в определенной степени, изолируют денежную (и бюджетную) политики от резких спадов в притоке частного капитала и ухудшения ПБ в СФР. На рис. 8.1 представлены объемы накопленных международных резервов некоторыми странами (в % ВВП) по данным Мирового Банка и их соотношение с платежами по долгу для стран БРИК (которые накопили значительные запасы этих резервов) и других СФР⁸.

Таблица 8.5
Соотношение финансовых потоков по ПБ (текущим и капитальным)
и изменения в официальных резервах в группах стран СФР
в 2007–2009 гг., в млрд долл.

	Сальдо текущего ПБ		Сальдо по приходу частного капитала			Изменение резервов (-рост)			
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ЦВЕ	-130,8	-155,2	-48,4	185,5	154,7	6,4	-36,3	-5,7	-1,9
СНГ	71,7	08,1	48,0	124,9	-97,4	-98,5	-168,1	33,2	20,8
Азия (без Индии и Китая)	53,3	24,4	37,4	33,8	-11,9	-11,7	-80,0	-10,6	-24,5
Латинская Америка	13,1	-29,9	-31,3	112,2	67,0	24,8	-133,1	-51,5	-19,3

В зоне устойчивого финансирования в 2008 г. оказалась группа стран из СНГ, а страны ЦВЕ – в зоне пограничного финансирования. Все группы стран (кроме Азии) попали в зону финансовой нестабильности в 2009 г. (это видно по сокращению и даже абсолютному падению официальных резервов). Единственно группой в зоне устойчивого внешнего финансирования остались страны из Юго-Восточной Азии, которые даже в кризисные годы сохранили и нарастили свои резервы более чем в два раза (См. Прил. К, табл. К.2–К.3).

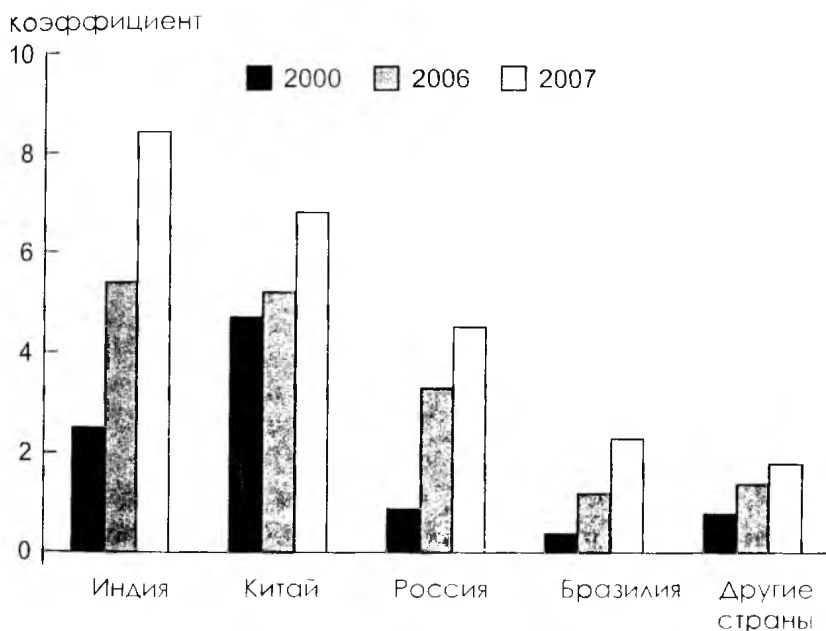


Рисунок 8.1. Соотношение иностранные резервов к текущим платежам по долгу

Ист.: World Bank Debtor Reporting System; IMF International Financial Statistics.

Некоторые аналитики считают, что потоки частного капитала и другие характеристики сегодняшней глобальной финансовой системы настолько волатильные, что развивающиеся экономики вынуждены держать значительные резервы, чтобы осуществлять все платежи по внешнему долгу, не прибегая к новым внешним займам. На конец 2007 г. страны БРИК держали в официальных резервах 2,4 трлн долл., что в 5,7 раз превысило величину текущих платежей по долгам по сравнению с 1,8 раз для других СФР. Особенно впечатляет Индия, где превышение составило 8,4 раза (по сравнению с 2,5 раза в 2000 г.).

В табл. К.1. (Прил. К) показано отношение резервов к краткосрочному внешнему долгу для некоторых стран, которые остаются все еще уязвимыми по этому показателю. Как

мы уже отмечали, соотношение резервов и краткосрочного долга, равное единице – это минимальный уровень. Латвия, Казахстан, Литва – страны, не дотягивающие до этого уровня, у Турции соответствуют этому уровню; чуть превысили этот уровень в 2007 г. – Украина и Польша, а другие СФР – Венесуэла, Малайзия, Бразилия, Китай, Индия, Россия и Мексика имели значительный избыток валютных резервов.

Системные риски в банковском секторе. Еще один элемент внешней уязвимости относится к проблеме «долларизации», т. е., все еще сохраняющимся значительным показателям по ссудам и депозитам в иностранной валюте в национальной банковской системе. В этом случае, возникает проблема валютного риска, т. е., несоответствия по активам и пассивам в инвалюте. Валютные позиции также несбалансированны по срочности (инвалютные займы обычно «длиннее») и для заемщиков в иностранной валюте всегда существует возможность получить поддержку от правительства. Как отмечает Дж. Хэнсон, процентные ставки по инвалютным займам не повышаются в случае девальвации в отличие от займов в национальной валюте⁹. Более низкие процентные ставки по долларovým займам даже улучшают показатель «cash flow» и увеличивают эффективную дюрацию по займам. Более того, в случае девальвации её издержки распределяются на весь период амортизации валютных займов.

По этим причинам, нет ничего удивительного в том, что многие правительства или частный бизнес в СФР привлекают внешние займы и даже индексируют часть внутреннего долга в иностранной валюте. Для частных фирм, помимо всего прочего, существует надежда, что при девальвации правительство придет на помощь либо выкупая иностранные займы, либо конвертируя внутренний долг и депозиты в инвалюте в местную валюту по выгодному курсу, как это было в Мексике (1982 г.) или Аргентине (2002 г.).

Риск «долларизации» состоит в том, что у заемщиков в трудные времена может не оказаться доступа к иностран-

ной валюте (например, в случае общего кризиса доверия к стране). Вместе с девальвацией возникают проблемы с обслуживанием долга у предприятий – неэкспортеров, у которых получаемые доходы и стоимость активов в этом случае обесцениваются. Даже если такие заемщики имеют запас иностранных активов (например в оффшорах) – они могут и не пожелать воспользоваться ими для оплаты по своим иностранным займам, поскольку будут надеяться на проведении реструктуризации.

Риск для банков в этом случае во многом возрастает, поскольку более мелкие заемщики, которых очень много в банковских портфелях, не имеют доступа к иностранной валюте, но часто заимствуют в долларах. Когда местные валюты укрепляются, кредитный риск снижается, но ситуация может быстро измениться в другую сторону. Конечно, займы в местной валюте также представляют кредитный риск и он только растет, когда процентные ставки резко растут с ростом ожиданий девальвации.

Заметим, что слабая макроэкономическая политика страны обостряет угрозу девальвации. Потери несут в этом случае не только банки, имеющие открытые валютные позиции, но и нефинансовые корпорации, напрямую заимствующие с глобального рынка капитала. А такая категория заемщиков очень быстро растет в СФР.

Чаще всего подпиткой кредитного бума является приток капитала из-за границы, в т.ч., через банковскую систему. Национальные банковские системы во многих СФР выступают своего рода чистыми дебиторами по отношению к нерезидентам и чистыми кредиторами по отношению к резидентам (табл. 8.6).

Системные риски в банковском секторе также оцениваются по состоянию макроэкономических индикаторов (MPI), которые при неблагоприятных внешних шоках могут спровоцировать финансовый кризис. Среди них выделим те, которые рассматриваются международным рейтинговым агентством Fitch как наиболее критические для

Таблица 8.6
Состояние по балансу банковской системы на конец
2008 г., в млрд национальных денежных единиц

	Иностранные активы ЦБ	Резервные деньги (обязательства ЦБ)	Чистые иностранные активы (ЧИА) банковской системы*
Бразилия	461,6	205,1	-91,1
Мексика	1321,2	577,5	254,9
Венесуэла	97,8	83,7	4,9
Китай, в трлн д.е.	16,2	12,9	1,7
Малайзия	289,3	68,5	-32,2
Таиланд, в трлн д.е.	3,87	1,0	0,26
Турция	79,1	85,1	-7,6
Россия, в трлн д.е.	12,5	5,5	-0,3
Украина	193,7	186,6	-226,1
Латвия, в трлн д.е.	1,8	2,1	-7,9
Польша	177,2	133,6	-113,0
Казахстан, в трлн д.е.	2,4	1,5	-3,0

* Цветом выделены наиболее уязвимые позиции банковского сектора по отношению к внешнему миру (без учета ЧИА центробанка).

Ист.: Статистика МВФ¹⁰.

Как видно из табл. 8.6, наиболее уязвимой является банковская система и валюта тех стран, где, во-первых, наблюдается чистые обязательства перед зарубежными банками (Россия, Украина, Латвия, Казахстан) и, во-вторых, низкая степень обеспеченности обязательств ЦБ его иностранными активами (Турция, Латвия). Именно валюты этих стран испытали наиболее сильное обесценение в период последнего финансового кризиса в 2008–2009 гг.

происхождения банковского кризиса¹¹. Во-первых, это темпы роста частного кредитования (в % ВВП): 5%-ный барьер рассматривается как пороговый уровень, позволяющий присваивать стране в наиболее высокую категорию рисков.

Следующий индикатор – это рост фондовых индексов более чем на 40% выше тренда. Перегрев фондовых рынков или т.н. явление «финансовых пузырей» уже хорошо изучено в научной литературе и этот показатель обычно рекомендуют использовать в качестве предвестника системного финансового кризиса (в Приложении Л приведены данные по оценке этих макроиндикаторов в ряде стран с формирующимися рынками).

Быстрый рост цен на недвижимость – предвестник краха. Дело в том, что банки часто имеют недвижимость в качестве залога и снижение цен на неё чревато для них огромными убытками. Медианное отклонение реальных цен на недвижимость от тренда, предшествовавшее всем предыдущим кризисам, находится на уровне около 15% , и будет теперь рассматриваться в качестве дополнительного «триггерного» уровня, чтобы определить, когда страна переходит в наивысшую категорию макропруденциального риска «МРІ 3» (в сочетании с увеличением отношения объемов кредитования к ВВП до уровня более чем на 5% выше тренда).

И, наконец, это изменения реального эффективно-го валютного курса. Реальное укрепление валюты создает ряд сложностей для экономик СФР. Это сдерживает их экспорт, экономический рост, может даже привести к валютному, а в последующем – и к банковскому кризису, если центральные банки сдерживают номинальный валютный курс в определенных пределах. Так вот, считается, что если рост реального валютного курса превышает тренд более, чем на 9% – это признак высокой уязвимости к финансовому кризису.

Методология Fitch по оценке системных рисков в банковском секторе продолжает фокусироваться, главным

образом, на тенденциях в области отношения объемов кредитования к ВВП. В то же время опыт европейских стран с развивающейся экономикой показывает, что быстрый рост объемов кредитования может стать сигналом более раннего предупреждения о потенциальных проблемах, до того, как отношение объемов кредитования к ВВП превысит критические уровни.

В табл. 8.7 приведены страны, которые имели наиболее уязвимые позиции по показателям банковского кредитования и, как следствие, подвергались наиболее значительным рискам (ликвидности и кредитному) в банковской системе в 2007 г.

Рейтинги банковских систем (BSI) строятся на основе индивидуальных рейтингов основных банков разных стран (по шкале от А – самый высокий рейтинг до Е – очень низкое качество банков). На рис. 8.2 видно, как распределяются рейтинги банковских систем развитых и развивающихся стран согласно этому индикатору.

Таблица 8.7
Основные показатели по банковскому кредитованию
в отдельных ЦВЕ и СНГ

	Реальные темпы роста кредита в среднем за 2003–2007 гг., в %	Кредит /ВВП в 2007 г., в %	Соотношение кредитов к депозитам в банковской системе (на конец 2007 г.)
Казахстан	50,1	59,5	1,7
Латвия	38,4	101,8	2,8
Россия	34,5	39,5	1,3
Румыния	47,1	35,4	1,3
Украина	47,5	58,3	2,0

Источник: Bank Systemic Risk Report. April 2008.

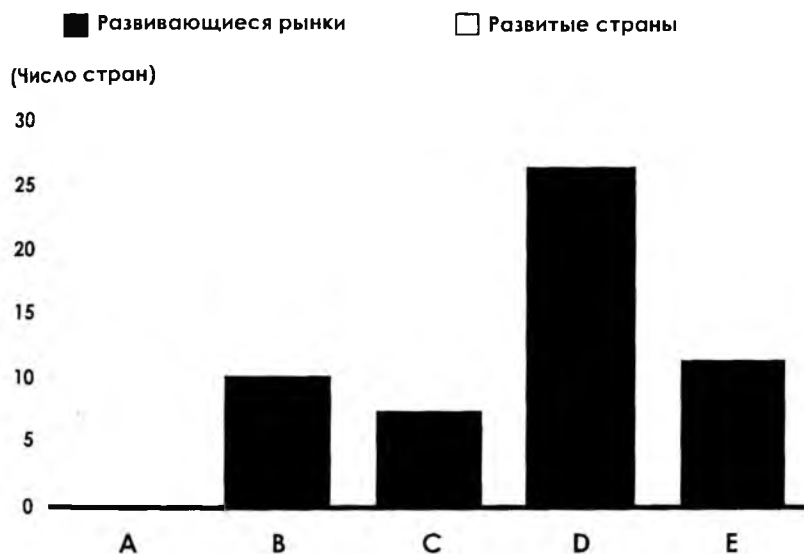


Рисунок 8.2. Распределение группы развитых и развивающихся стран по рейтингам, присвоенным банковским системам (BSI) группой Fitchrating в 2007 г.

Как видно из этого рисунка, большинство СФР имеют слабые банковские системы (рейтинги D и E), которые требуют качественного реформирования. В сводной матрице системных рисков представлены страны, которые в правом нижнем квадранте (MPI3–BSI от D до E) рассматриваются как наиболее подвержены риску системного банковского кризиса при определенных неблагоприятных условиях (табл. 8.8).

События последнего времени напоминают о том, что страны с формирующимися рынками остаются уязвимыми к потрясениям на глобальных финансовых рынках. К странам, подверженным риску, относятся страны со все еще слабыми внешнеэкономическими балансами (крупными дефицитами счета текущих операций и волатильными потоками краткосрочного капитала). Вызывает обеспокоенность растущее использование потоков

частного долга для финансирования крупных дефицитов счета текущих операций в ряде европейских стран с формирующимся рынком.

Наибольшая опасность для банковской системы страны возникает тогда, когда чрезмерный рост кредитования сопровождается значительным ростом цены активов банков и реальным укреплением обменного курса. Это нередко является предвестником системных проблем. Банковские системы, относимые к категории более устойчивых согласно «BSI», лучше способны справиться с потенциальными стрессовыми факторами, выявить которые предназначен индекс «MPI». Банковские системы стран Центральной и Восточной Европы, а также СНГ, за небольшими исключениями, как правило, являются неустойчивыми («BSI D») и в меньшей степени способны выдержать макроэкономические потрясения.

Таблица 8.8
Рейтинги уязвимости стран СФР
к финансовому кризису по соотношению
банковских и макроэкономических индикаторов
(по состоянию на 2007 г.)

BSI / MPI	1	2	3
B	Мексика	Чехия Эстония Чили	Корея
C	Малайзия Таиланд	Латвия Словения	Словакия Бразилия
D	Венгрия Китай Индонезия	Болгария Литва Украина Польша Венесуэла Индия	Казахстан Россия Турция Румыния
E	Аргентина	Беларусь	Азербайджан

Ист.: Bank Systemic Risk Report. April 2008.

8.2. Взаимосвязь финансовой и макроэкономической нестабильности

Финансовая нестабильность в СФР напрямую связана с двумя условиями. Первые касаются существующих структурных и макроэкономических условий в реальной экономике, в которых существует финансовая система. Вторые непосредственно связаны с самой финансовой системой, т. е., с состоянием финансовых рынков и институтов и условиями заключения финансовых сделок, используемыми финансовыми механизмами.

Состояние реальной экономики посылает сигналы, на которые реагирует финансовая система. Неустойчивость или искажения в реальной экономике неизбежно вызывает неустойчивость финансовой системы, независимо от её исходного состояния. Если финансовая система здоровая, она может уменьшить риск финансовой нестабильности, когда реальная экономика начинает давать сбои и предотвратить наступление кризиса. Также, для обеспечения финансовой стабильности, помимо всего прочего, в обществе должен существовать социальный консенсус и политическая воля.

Согласно определению Банка международных расчетов (БМР), стабильная финансовая система определяется как такая, которая выдерживает «тест на рынок». Если финансовая система остается функциональной и работает эффективно в широко меняющемся диапазоне рыночных условий, её можно квалифицировать как здоровую. Необходимыми атрибутами здоровой финансовой системы являются: гибкость, упругость, внутренняя стабильность. Здоровая финансовая система должна отвечать следующим принципам: 1) она должна эффективно размещать ресурсы при любых рыночных условиях; 2) продолжать выполнять рыночные функции и проводить платежи, даже когда рынок испытывает стресс; 3) не должна генерировать свои собственные шоки, а также не усиливать внешние¹².

Надежность финансовых рынков будет зависеть от того, насколько эффективно они способны выполнять три

базовые рыночные функции: 1) поддерживать стимулы для участников рынка; 2) генерировать и делать доступной информацию, на которую опираются при принятии решений; 3) позволять институтам и индивидуумам быстро реагировать на рынок.

Внутренние источники финансовой и макроэкономической нестабильности.

За предыдущую четверть века неоднократно наблюдалось, что макроэкономическая нестабильность и кризисы в СФР часто вызываются накоплением проблем во внутреннем финансовом секторе, особенно в банковском. Причиной этому является то, что он остается доминирующим каналом финансирования в СФР – на него приходится более чем $\frac{3}{4}$ объемов кредитования в этих странах (Азия, Латинская Америка), поэтому именно этот сектор во многом ответственен за уязвимость всего финансового сектора, поскольку другие финансовые институты не играют сколько-нибудь значительной роли вследствие их значительной недокапитализации.

Слабость финансового сектора обусловлена, прежде всего, слабым регулированием и рыночной дисциплиной. В нестабильном макроэкономическом окружении эти уязвимости финансового сектора часто приводят к кризису. Ухудшение состояния реальной экономики и провалы макроэкономической политики также приводят к этому результату, неблагоприятно воздействуя на финансовые рынки и поведение рыночных участников.

Банковские кризисы в СФР часто следуют за периодами быстрого экономического расширения, в т.ч. быстрого роста внутреннего кредита, который ответственен за создание макроэкономических дисбалансов. Как только экономика замедляет рост после длительного периода подъема, поддержанного кредитной экспансией, притоком капитала и переоцененной валютой, начинает нарастать кризисный потенциал. Также, когда на фоне замедления роста ВВП продолжается рост кредита – вероятность финансо-

вого кризиса растет¹³. Страна с более низким уровнем развития (по душевому ВВП) более склонна к кризисам, чем страна с более высоким уровнем развития¹⁴.

Было замечено, что ценовые коррекции на финансовых рынках, когда уже накоплены значительные макроэкономические дисбалансы, наряду с уязвимостью финансового сектора, запускают широкомасштабные кризисы. Так же, к этому кризису приводят и неблагоприятные внешние шоки. В противовоположность этому, в тех СФР, где финансовый сектор здоровый, они оказываются более эластичными, т. е., с большей сопротивляемостью к макроэкономическим шокам. Примером тому служит экономика Чили, у которой относительно здоровая финансовая система и она легко выдержала внешние шоки в 1990-е и 2000-е годы, чего не скажешь про другие латиноамериканские страны, которые испытали ряд кризисов, начиная с мексиканского в 1994–1995 гг.

Можно предположить, что причинно-следственные связи здесь могут просматриваться в обоих направлениях: т. е. макроэкономическая нестабильность влияет на финансовые институты и рынки, также как уязвимость финансового сектора может быть ответственна за неустойчивость макроэкономики. Внешние шоки могут быть усилены двумя источниками уязвимости. Очевидными источниками макроэкономической нестабильности являются высокие уровни инфляции и неустойчивое состояние бюджета и ПБ. Они напрямую влияют на финансовую систему через волатильность цен и размещение финансовых ресурсов.

Финансовые институты могут хеджировать свои портфели против волатильности, но они не могут хеджировать себя от макроэкономических рисков или волатильности в целом. Например, на нисходящей стадии бизнес-цикла банковский сектор не может защитить себя против ухудшения качества кредитных портфелей. Их капитал при этом ухудшается. На восходящей стадии бизнес-цикла, когда денежная политика еще мягкая,

краткосрочная прибыльность банков улучшается. Однако, оборотной стороной этого является возникновение ценовых пузырей и в среднесрочной перспективе банковский сектор опять будет дестабилизирован.

Высокая волатильность рынков негативным образом влияет на состояние экономики и финансового сектора. Например, даже в развитых экономиках падение цен на недвижимость и акции неблагоприятным образом воздействовало на банковский сектор. Колебательные движения цен на активы также связаны с рядом несовершенств в реальной экономике. Например, в некоторых экономиках система налогообложения поощряет заимствовать у банков и инвестировать в недвижимость (налоговые системы, как правило, субсидируют долг, предоставляя возможность вычета процентов из налогооблагаемых сумм в качестве расходов на ведение коммерческой деятельности, при этом не допуская того же вычета в отношении дивидендов на капитал).

У многих экономик СФР основным источником уязвимости выступает внешний фактор, например, изменения условий торговли негативно влияют на банковский сектор (Венесуэла, Малайзия, Нигерия, Россия – тому пример). Их экономики менее диверсифицированы, а рынки несовершенны, поэтому они больше страдают от макроэкономической нестабильности и они более уязвимы к внешним шокам. К тому же, из-за структурных причин страны СФР продемонстрировали тенденцию более волатильных (по сравнению с темпами роста ВВП) реальных валютных курсов, процентных ставок, частных притоков капитала и условий торговли.

Аналогично, несовершенное управление макроэкономикой – также источник нестабильности. Частые изменения в макроэкономической политике, игнорирование растущего бюджетного дефицита, дефицита текущего ПБ прежде, чем они достигнут критического уровня, допуск массового притока «горячих» денег, попытка удержать искусственно заниженный валютный курс – все это прямой

путь к кризису. Нестабильность валютного курса – не только следствие чрезмерных накопленных валютных несоответствий у банков и других финансовых институтов, но также косвенно обусловлено действиями заемщиков на глобальных рынках. Такая категория заемщиков очень быстро растет в странах СФР.

Другой важный источник финансовой и макроэкономической нестабильности лежит на микроэкономическом и институциональном уровнях. Большое число эпизодов нестабильности и финансовых кризисов в СФР в 1990-е гг. – тому подтверждение. Например, недостаточно развитая система внутреннего контроля, связанные кредиты, инсайдерские сделки. Проблема *moral hazard* ухудшает эту ситуацию. Собственники корпораций порой не заинтересованы контролировать своих менеджеров.

Во многих СФР финансовые институты находятся либо под прямым контролем государства, либо принадлежат государству. Низкое качество активов и прямое «связанное» кредитование идут рука об руку. В исследовании БМР отмечено, что во многих случаях корень всех проблем – в «плохом менеджменте» финансовой системы, поскольку эффективность системы приносится в жертву достижению социальных и политических целей. Даже частные институты страдают от плохого качества управления. Незрелая законодательная основа лежит в основе плохого качества корпоративного управления. БМР отмечает: «ненадежная платежная система и слабо развитая финансовая система увеличивают риск финансовых транзакций. Если обостряется проблема плохих кредитов, недостатки регулирования и наблюдения лишь усугубляют ситуацию, не решая эту проблему своевременно¹³.

Итак, слабое государственное регулирование и надзор, с одной стороны, и плохой риск-менеджмент финансового сектора, с другой, – внутренние причины происходящих кризисов. Государственное регулирование не побуждает финансовые институты устранять дисбалансы. К ним

относятся незащищенное (нехеджированное) внешнее заимствование и финансирование долгосрочных инвестиций «короткими» деньгами. Эта высокорисковая практика делает банки очень уязвимыми к девальвациям и шокам процентных ставок. Во многих СФР регулирующие органы закрывают глаза на то, хорошо ли капитализированы банки и имеют ли они достаточные резервы на покрытие убытков. Также, есть проблемы с транспарентностью и публичным раскрытием финансовой отчетности (слабая финансовая дисциплина). Во многих случаях, например, в странах Азии, затронутых кризисом в 1997 г., корпоративный сектор с высоким левереджем – глубинный фактор кризиса. Резкая девальвация непомерно раздула величину внешней задолженности и тяжесть выплат по внешним обязательствам, и многие крупные банки в кризисных странах «увязли в трясине» плохих активов.

Плохое качество корпоративного управления происходит вследствие двух принципиальных причин: во-первых, недостаточно стимулов вести себя благоразумно; во-вторых, неадекватная информация, низкие стандарты отчетности, слабый мониторинг. Финансовые институты в кризисных странах мало внимания уделяют идентификации проблем и созданию резервов под различные риски. Но существуют случаи, когда менеджеры финансовых институтов утверждают, что их основной капитала достаточный, пока не происходит коллапс. Плохо управляемые банки и финансовые институты игнорируют процедуры оценки кредитов, не контролируют своих заемщиков. Неопытность, некомпетентность, случаи мошенничества также играют заметную роль в банкротстве многих финансовых институтов. Эти микроэкономические и институциональные несовершенства имеют пагубное влияние на макроэкономику.

Связанные займы (инсайдерам) – еще один источник финансового дистресса во многих СФР, которые страдают от макроэкономической нестабильности и финансовых кризисов. Причиной была недостаточная структура стимулов во

внутренней финансовой системе. Многие крупные заемщики пользовались услугами своих «карманных» (т.н. «кэптивных») банков. Кредитование связанных предприятий стало, таким образом, сильным детонатором банковских банкротств (это было убедительно показано на примере азиатских кризисов).

8.3. Финансовая глобализация и нестабильность

Финансовая глобализация также может стать предвестником кризиса. До начала либерализации и дерегулирования (т.н. ситуация финансовой автаркии) финансовые институты жестко контролируются и в защищенной среде чувствуют себя безопасно. Однако, после либерализации и дерегулирования появляется неопределенность и риски, имеющие, в т.ч., внешнее происхождение. Они приносят определенные изменения на финансовый рынок. В условиях открытой экономики и внутренние, и глобальные игроки следят за рынком и реагируют на любые фундаментальные слабости. Именно их поведение позволяет поддерживать долгосрочное устойчивое состояние экономики и пока фундамент экономики остается «здоровым», изменчивость (или волатильность) рынка остается под контролем.

Открытая экономика становится весьма уязвимой к несовершенству на глобальных финансовых рынках, т. е. финансовая глобализация может быть потенциальным источником макроэкономической и финансовой волатильности в СФР. Тот, кто отстаивает этот аргумент, верят, что несовершенства на глобальных рынках более распространены, чем на внутренних рынках. Такие несовершенства проявляются в виде иррационального избытка, «стадного» поведения, спекулятивной атаки и рыночных крахов. Информационная асимметрия является катализатором всех этих явлений. В течение последних двух десятилетий наблюдались рыночные пузыри, которые ответственны за серьезные дестабилизации на финансовых рынках и даже целой экономики, которая имела здоровый фундамент. Например, ожидание неспособности правительства удержать валюту порождает спекулятивную атаку против валюты.

Несмотря на надежный фундамент, эти действия могут вызвать самоисполняющийся валютный кризис. Например, исследователи Р. Маккиннон и Х. Пиль отметили, что несовершенство глобальных финансовых рынков может подорвать фундамент рынка *per se*¹⁶. Примерами этого может служить явления сверхзаимствования после начала либерализации и дерегулирования, особенно, если есть неявные правительственные гарантии. Проблема *moral hazard* привела к кризисным ситуациям в некоторых СФР.

Когда СФР стали интегрироваться в глобальную экономику, внешние факторы стали оказывать большое влияние на их внутреннюю экономику – так что финансовая глобализация может раскачивать внутреннюю экономику даже в отсутствие каких-то рыночных сбоев. Это может наблюдаться в странах даже с хорошим фундаментом. То, что СФР могут привлекать капитал, является их несомненным преимуществом. Процесс интеграции в глобальную экономику делает их зависимыми от глобальных притоков капитала. Резкие реверсии в этих притоках гарантирует начало финансового кризиса, даже если у них не наблюдается спад делового цикла.

Отток капитала необязательно связан с ухудшением фундаментальных условий в странах-реципиентах, но различные внешние факторы могут вызвать такие оттоки. Например, в 1990-е гг. движение глобальных процентных ставок отвечало за потоки капитала в Азию и Латинскую Америку. Еще один фактор – стадия бизнес-цикла в развитых экономиках, определяющих направления в потоках капитала между финансовыми центрами и периферийными регионами.

Необходимо проводить такую политику, чтобы ограничить вредное влияние глобализации, а главной целью глобализации должно стать повышение благосостояния. Существует научная проблема: как ограничить волатильность и управлять кризисом в СФР в условиях финансовой глобализации? Хотя консенсуса по этому вопросу не суще-

ствуется, есть единство по некоторым пунктам. Например, в целом есть согласие, что ПЗИ и портфельные инвестиции содействуют росту. Однако, портфельные инвестиции могут потенциально создавать угрозу нестабильности в СФР. После начала либерализации счета капитала и притока портфельных инвестиций, они способствуют развитию рынка капитала, однако существующие политические факторы и рыночные искажения могут вкупе с этими притоками капитала увеличить волатильность и риск кризиса.

В развитых экономиках, где такие искажения минимальны, притоки портфельных инвестиций стимулируют развитие финансовой системы. Наоборот, во многих СФР они имеют неблагоприятный эффект на финансовый сектор, особенно из-за наличия рыночных и финансовых искажений. С прогрессом глобализации трудно удерживать ограничения по счету капитала без ущерба другим формам экономической деятельности. Поэтому требуется скоординировать финансовую либерализацию с устранением рыночных искажений. Отсутствие такой координации будет усиливать волатильность и риск происхождения кризиса.

И, наконец, должна проводиться адекватная политика. Самый главный урок из произошедших кризисов в СФР в 1980-е и 1990-е гг. – то, что счет капитала не должен быть либерализован преждевременно. Вначале надо устранить все рыночные несовершенства, а финансовый сектор необходимо укреплять. Необходимо устранить неявные гарантии, ввести бюджетные ограничения на финансовые институты, модернизировать пруденциальное наблюдение, капитализировать финансовые институты. Либерализация счета капитала должна следовать, а не предшествовать рекапитализации внутреннего банковского сектора.

Еще один урок касается накопления иностранных валютных резервов. Часто они рассматриваются в качестве подушки безопасности против волатильности (например, Китай и Тайвань накопили значительные резервы и защитили себя против азиатского кризиса 1997–1998 гг.). Ученые

и политики отстаивают необходимость иметь такую «подушку» в качестве страхового резерва против деструктивных внутренних финансовых эффектов, также как резких оттоков капитала. Считается, что СФР должны иметь резервы, эквивалентные краткосрочным обязательствам, по которым нужно произвести выплаты в течение 12 месяцев¹⁷. Другие считают, что такие резервы должны быть даже в два раза больше¹⁸. В странах с хроническим дефицитом ПБ даже такой уровень может считаться неадекватным.

Есть веские доводы, чтобы проводить либерализацию счета капитала постепенно. Сначала это должно касаться только прямых инвестиций, а потом портфельных, в т.ч. краткосрочных. Однако, во многих СФР правительства этого не делают, даже после кризисов. Хотя есть скептики, все таки ПЗИ более стабильны, чем другие виды притока частного капитала. Необходимо пристальное внимание уделять допуску иностранных финансовых институтов. Например, иностранные банки могут привнести в частный банковский сектор практику передового риск-менеджмента, технологий и знаний.

Некоторые страны научились использовать чрезмерный приток капитала без негативного влияния на свою экономику. Например, чилийский подход к управлению потоками капитала имеет много сторонников. Там ввели обязательство размещать капитал на 1 год на беспроцентный депозит и такая схема оправдана в пруденциальном надзоре. Фондовые рынки также играют значительную роль в контроле за волатильностью. Диверсификация источников корпоративного долга через развитие рынков облигаций, с одной стороны, и развитие рынка акций как источника капитала, с другой стороны, благотворно влияют на состояние баланса банков и корпораций и снижают волатильность на уровне всей финансовой системы. Однако, иностранный доступ к внутреннему рынку капитала должен быть либерализован до того, как разрешать местным банкам прибегать к оффшорному фондированию.

С целью предоставления краткосрочной ликвидности должны быть предусмотрены кредитные линии, доступные в любой момент времени, особенно, когда настроения инвесторов ухудшаются и они начинают выводить средства из страны. Когда международные банки и инвесторы отказываются возобновлять кредиты, финансовые власти должны выступать в роли кредитора на крайний случай (ККС). Все эти страховые механизмы необходимы, но недостаточны, чтобы ограничить волатильность в эпоху финансовой глобализации. Риск кризиса обратно пропорционален эффективности фискальной и кредитно-денежной политики в СФР. Если финансовые институты и органы регулирования накопили достаточный опыт в управлении рисками, то это хороший задел в деле поддержания стабильности.

8.4. Политика сокращения расходов против политики переключения расходов

После кризиса или неблагоприятного реального шока, затронутые ими экономики стоят перед трудной задачей: привлечь ли финансирование с глобальных рынков, чтобы покрыть потери по торговому балансу или альтернативой этому может стать проведение соответствующей макроэкономической политики. Экономическая теория дает руководство к действию: если кризис рассматривается как явление преходящее, внешнее финансирование поможет его преодолеть. Если же оно недоступно, необходимо привлекать официальные источники. Может потребоваться помощь МВФ: его кредиты имеют обусловленный характер – от стран потребуются проводить здоровую экономическую политику и устранить структурные дисбалансы.

Таков теоретический сценарий. В реальности все, однако, по-другому. Во время кризисов 1980-х гг. и 1990-х гг. потоки частного капитала в СФР с глобальных рынков имели негативное влияние: если в теории они носят контрциклический характер, то на практике – проциклический. Например, во время кризисов в 1980-е гг. сокращение спроса на сырье и падение цен на него стало одной из причин кризиса

в Латинской Америке и сопровождалось оттоком капитала из этих стран. На первый взгляд, именно это и инициировало кризис. Накануне азиатских кризисов в 1997–1998 гг. наблюдался ценовой шок на полупроводниковые изделия и другие промышленные товары в 1996 г. Наблюдаемый отток капитала также серьезно ухудшил баланс платежей в кризисных экономиках (явление, известное как «sudden stop»). В Таиланде, например, имел место рекордный отток капитала: например, еще в 1996 г. приток капитала составил 18% ВВП, а в 1997 г. отток составил уже 8% ВВП. По мнению Дж. Фрэнкеля, это был рекордный отток капитала за всю историю¹⁹. Учитывая проциклическую природу глобальных притоков/оттоков капитала, политики должны больше полагаться не на финансирование, а на проведение соответствующей макроэкономической политики. Должны ли МВФ в таком случае приходить на помощь? Это важный вопрос, ответ на который порождает такие проблемы, как moral hazard, привлечение частных банков к формированию «пакетов помощи» и политическое желание развитых экономик из «Группы G-7».

Дж Фрэнкель также обдумывал возможность применения двух типов инструментов денежной политики: первый касается сокращения расходов, второй – переключения расходов. В первом случае речь идет об ужесточении денежных условий – сокращении денежной массы и росте процентной ставки, а во втором – в проведении девальвации валюты. Первая нацелена на управление внутренним денежным балансом, вторая – внешним платежным балансом. Оба инструмента нацелены на улучшение торгового баланса и привлечение глобальных инвесторов.

Повышение процентных ставок понижает расходы (или внутренний спрос на товары), а обесценение валюты увеличивает внешний спрос на национальные товары. Чем сильнее растет процентная ставка, тем меньше размер девальвации. Критики политики МВФ исходят из того, что следуя предписаниям МВФ, сокращение денежной массы

приводит к рецессии в кризисных странах. Другое противоположное мнение – необходимо сочетать политику низких процентных ставок и девальвации, что было бы более предпочтительно. Считается, что политика высоких процентов вряд ли будет успешна в привлечении глобальных инвесторов, если существует реальный риск дефолта в кризисных экономиках. Отчасти это верно. Однако, даже если высокие процентные ставки не имеют положительного воздействия на счет капитала, окончательное влияние будет все же благоприятным. Никакой стране еще не удавалось привлекать капитал путем понижения процентных ставок.

Есть убедительные свидетельства того, что девальвация валюты контрпродуктивна в краткосрочном плане и её негативный эффект может длиться в течение двух лет (есть даже примеры 10-летнего негативного эффекта)²⁰. Самая главная проблема – это возрастание тяжести обслуживания внешнего долга. Может даже произойти сильное сокращение ВВП в кризисных экономиках. Несмотря на эти отрицательные эффекты, долгосрочное влияние девальвации валюты позитивно. Происходит рост чистого экспорта и на второй год после роста экспорта общее влияние на ВВП будет позитивным. Однако, в некоторых кризисных экономиках, посткризисный рост экспорта не наблюдался. Причина, вероятно, была в том, что корпорации долгое время находились в затруднительном финансовом положении. Торговые кредиты были недоступны, импорт стал дорогим, и цели по росту производства не были достигнуты. У стран были ограниченные возможности по выходу из рецессии.

В глобальном мире, где страны с формирующимися рынками открыты «всем ветрам» финансовых потоков, возможны два результата: первый – эти экономики выигрывают от привлечения инвестиций и сокращают дефицит ПБ; второй – эти экономики сталкиваются с повышенной волатильностью и кризисами.

Глобальные притоки капитала «раздувают» реальный обменный курс, имеющий негативное внешнее и внутреннее влияние. В начале XXI в. финансовая нестабильность стала вызовом времени, с которым столкнулись СФР. Макроэкономические издержки накопившихся проблем финансового сектора могут быть значительными. Финансовые беспорядки стали слишком частыми, разрушительными и инфекционными и они не могут быть проигнорированы инвесторами, банкирами и политиками. Они влекут за собой высокие социальные издержки. МВФ резко критикуется за то, что плохо представляет причины кризисов и инфекции, также как за его пакеты помощи кризисным странам.

Финансовая стабильность в СФР имеет две опоры. Первая – это состояние макроэкономики, институциональные условия; вторая – это финансовая система сама по себе, т. е. насколько здоровыми являются финансовые рынки и финансовые институты. Критически важным является то, как чувствует себя реальная экономика, что, в конечном итоге, определяет стабильность на финансовых рынках. БМР определяет стабильную финансовую систему как такую, которая проходит «тест на рынок».

Хотя как внешние, так и внутренние факторы могут быть ответственны за макроэкономическую и финансовую нестабильность, трудно определить, какие из них оказывают большее влияние. В этом разделе были рассмотрены как факторы, которые лежат на стороне финансовой глобализации, так и те, которые имеют внутреннее происхождение. Одно из негативных сторон финансовой глобализации является инфекция. Существует большое количество каналов распространения кризиса между странами-соседями: экономических, неэкономических, финансовых. Но это не значит, что все СФР обязательно испытают негативное влияние инфекции. Все зависит от их внутренних основ и макроэкономической политики.

Чтобы снизить нестабильность и контролировать волатильность, СФР стремятся совместными усилиями укреплять и гармонизировать свою финансовую регулируемую инфраструктуру. За последние полвека здесь был достигнут заметный прогресс; это касается, прежде всего, выработки юридических и регулирующих инструментов.

Неправительственные организации выработали кодексы, стандарты, правила надлежащего поведения, т. е. стали заниматься тем, чем занимались в прошлом правительства. Можно выделить два направления гармонизации регулирования, которые получили особую популярность в последние два десятилетия: это принцип минимальной гармонизации и репутационной дисциплины. Это основные столпы, на которые опирается современный процесс финансовой глобализации.

В пост Бреттон-Вудский период СФР не смогли в полной мере извлечь выгоду от финансовой глобализации, поскольку она породила много проблем с валютным курсом. Это связано с тем, что финансовые рынки, как внутренние, так и внешние, далеки от совершенства. В этих странах в последнее время стали популярными режимы гибких валютных курсов, но денежные власти в СФР не смогли в полной мере реализовать их на практике («боязнь плаванья») и перейти к автономной денежной политике. Концепция «святой троицы» обещает им достижение устойчивого равновесия при выполнении следующих условий: 1) наличие сильной международной валюты, 2) гибкого валютного курса, 3) здоровых институтов. Если эти условия выполнимы, то СФР могут извлечь все потенциальные выгоды интеграции на глобальные рынки, не становясь жертвами тройных кризисов. Из трех условий – первое, наверное, является самым сложным и длительным для достижения.

Глава 9. Институт центральных банков в странах с формирующимися рынками и их роль в достижении денежной и финансовой стабильности

С нарастанием процессов интеграции и глобализации все актуальнее для каждой страны становится проблема независимости центральных банков. Так, несмотря на тот факт, что страны с формирующимися рынками выбрали разные модели устройства, статуса и функций своих центральных банков, вопрос реальной независимости ЦБ остается. Основной аспект проблемы заключается в возможности правительства использовать средства ЦБ.

В настоящее время сложились два диаметрально противоположных мнения. Представители либерального течения (Фридрих Хайек) считали, что совершенно необходимо «оградить центральные банки от государственного воздействия и полностью подчиниться свободной рыночной конкуренции». По их мнению, оптимальное использование кредита может быть достигнуто путем изменения базовых процентных ставок за его использование и снятия ограничений по использованию кредитных ресурсов. Эта теория получила признание в 1990-х гг., а в начале XXI в. воплотилась на практике в процессе интеграции, путем размыwania государственных границ и создания объединенной Европы.

Другая точка зрения (консервативная) заключается в том, что считается необходимым оставить за правительством право влияния на движение средств центральных банков. Как свидетельствует эмпирический опыт, в процессе трансформации банковской системы роль и значение ЦБ меняются. В распределении полномочий между центральными банками и правительствами также существуют две тенденции: от высокого уровня независимости и существенного расширения функций ЦБ до сужения регулирующих функций ЦБ и более тесной зависимости от правительства. Польша, Чехия и ряд других стран с формирующимися

рынками практически идентифицировали свое банковское право с нормами ЕС и их центральные банки действуют полностью в рамках норм Евросоюза. Россия, стремясь тесно сотрудничать с Евросоюзом и вводя в банковское право отдельные нормы, соответствующие правовым стандартам ЕС, все же в большей степени учитывает свои национальные традиции и особенности. Безусловно, оказывают влияние и географическое положение страны, и ее масштабы, и отсутствие намерения присоединиться к зоне евро.

По нашему мнению, роль и возможность правительства влиять на действия центральных банков определяется экономической ситуацией в стране и мире. Мировой кризис не оставил выбора, и правительства не только были вынуждены, но, на наш взгляд, должны были контролировать деятельность ЦБ. Однако только на период кризиса. В дальнейшем экономически выгоднее придерживаться теории Хайека.

Во многих отношениях, центральные банки в странах СФР в своей политике следуют опыту развитых стран, а, именно, главной целью монетарной политики является поддержание ценовой стабильности. Они пытаются быть транспарентными и отчитываются по своим установкам: будь то инфляция, рост денежной массы или валютный курс. Хотя часто они используются скорее как желаемый ориентир, а не твердое обязательство.

И совсем незначительное меньшинство ЦБ заявляют о поддержке роста и занятости, и эти цели скорее рассматриваются не как самостоятельные, а как следствие достижения низкой и стабильной инфляции. В последнее время на передний план в политики ЦБ выходит также проблема достижения финансовой стабильности.

Итак, рассмотрим следующие вопросы: Каков официальный (юридический) статус ЦБ в странах с формирующимися рынками и как он согласуется с их оперативной независимостью? Как меняется основа их денежной политики? Каковы успехи и неудачи в их политике и, что более важно, каковы пути реформирования их деятельности?

9.1. Статус независимости центральных банков в СФР: юридический или фактический?

Как и всюду в СФР обычно говорят, что цель ЦБ – поддерживать финансовую стабильность. Банковское наблюдение за деятельностью коммерческих банков относится к их основным функциям. В этих обстоятельствах ЦБ должен быть ядром, вокруг которого интегрируются другие регулирующие органы. Быть независимым от правительства, особенно при принятии непопулярных решений, очень трудно в странах с автократичными режимами, слабой политической инфраструктурой, подконтрольными СМИ.

Юридически все больше ЦБ становятся независимыми в своей денежно-кредитной политике (ДКП). Но необходимо выяснить, что эта юридическая независимость означает на практике. Существует ряд индексов оценки независимости ЦБ. Но первый и наиболее известный, сформулирован Кукерманом, но назван по имени исследователей, которые его использовали в своем анализе – Grilli, Masciandro, Tabellini (GMT)²¹. Индекс GMT проводит различие между политической и экономической автономией.

Политическая автономия отражает способность ЦБ установить окончательную цель ДКП; экономическая автономия связана со способностью ЦБ применять на свое усмотрение те или иные инструменты – особенно процентные ставки, чтобы достигнуть установленные цели. На основе этих индексов и выборки СФР эксперты МВФ подсчитали, что с 1991 г. по 2003 г. и политическая, и экономическая автономии ЦБ сильно выросли (учитывалась различие между странами с более и менее развитыми банковскими системами, такими, как Россия, ЮАР и Бразилия, с одной стороны, и Армения, Гватемала – с другой)²². Но результат практически аналогичный. В обеих группах стран тренд на рост автономии ЦБ и её уровень практически такой же, как и в странах ОЭСР в начале 1990-х гг. Но все же, больший прогресс был достигнут в разработке и использовании разнообразного инструментария ДКП (экономическая автономия).

В политическом плане, хотя управляющие (председатели) ЦБ все еще назначаются правительствами, но практика совмещения постов в правительстве и ЦБ и случаи наложения вето Правительства на денежную политику очень редки. Непосредственное кредитование правительства сейчас сильно ограничено и, в основном, предоставляется на рыночных условиях.

На ранней стадии экономического развития закон был нацелен на то, чтобы оградить ЦБ от политического вмешательства. На последующей стадии экономического развития, на которой сейчас находятся экономики СФР, фокус сместился на то, чтобы предоставить инструментальную автономию, т. е. предоставить фактическую автономию ЦБ, который уже имеет юридическую автономию. Высшая точка автономии будет достигнута при назначении управляющих и удлинении их срока на руководящем посту; минимального вмешательства в разработку ДКП и защиту ЦБ в случае конфликта с правительством.

Существует консенсус, что состояние экономики будет улучшаться, если ЦБ будет реально обеспечивать стабильность цен как свою основную цель и ограничит монетизацию дефицитов правительства. Сегодня наблюдается почти равномерное распределение автономии среди стран независимо от уровня их экономического развития.

Переходные экономики. Рассмотрим, как происходило формирование института ЦБ в странах СНГ (экс-СССР) и Восточной Европы. Реформы правительств бывших соцстран были амбициозны в их подходах к формированию института ЦБ, которые пользовались технической поддержкой и советами специалистов западных стран. Например, Центр по исследованию центральных банков, существующий при Банке Англии, консультировал многие страны с переходной экономикой²³.

К 2001 г. эти страны создали ЦБ с уровнем юридической независимости, который был даже выше, чем в развитых странах в 1980-е гг. Например, по уровню юридической

независимости ЦБ Республики Беларусь в три раза выше, чем в Новой Зеландии (индекс 0,73 против 0,24); ЦБ Армении имеет статус независимости выше, чем Банк Англии. Как показывает опыт других стран, независимость не является манной небесной. Её надо отстаивать. Даже ФРС и Бундесбанк продолжают её отстаивать, и требуется время, чтобы осознать в полной мере политическое и общественное понимание роли центрального банка.

И хотя можно скептически относиться к данным рэнкингам, тем не менее, по закону центральным банкам предоставлен высокий статус независимости. Особенно это касается стран, стремящихся вступить в зону евро, которые должны выполнить жесткие критерии Маастрихтского соглашения, и к странам бывшего СССР, которые, маловероятно, что присоединятся к валютному союзу в обозримом будущем.

В переходный период 1990-х гг. этим странам удалось сократить инфляцию после политики шоковой терапии и ускорить темпы роста. Здесь трудно отличить влияние реформы ЦБ от других факторов, поскольку бывшие соцстраны проводили рыночные преобразования. Но, несомненно, предоставление статуса независимости ЦБ было важным элементом в повестке дня реформ.

Латинская Америка. Оценка реформ в Латинской Америке, проведенная МВФ, дает еще более убедительные свидетельства глобальной тенденции²⁴. В 1990 г. средняя инфляция в этих странах достигала 500%. Разрушительные последствия гиперинфляции послужили стимулом для поиска новых механизмов, чтобы гарантировать ценовую стабильность. С тех пор было проведено ряд реформ во всех странах, направленных на расширение полномочий и самостоятельности их центральных банков. Индекс Кукермана в среднем вырос с 0,427 до 0,774 с вариацией индексов по странам: от самого высокого в Чили (0,95), Перу (0,86) и Бразилии (0,82), где независимость ЦБ была введена еще раньше²⁵.

На сегодняшний день центральные банки пяти латиноамериканских стран являются одними из наиболее независимых центральных банков Латинской Америки и показывают несколько лучшие результаты, чем многие другие ведущие центральные банки стран с формирующимся рынком (рис. 9.1).

Такая общая тенденция свидетельствует, что независимость ЦБ внесла свою лепту в радикальное снижение инфляции во всем регионе²⁶. Позже, популистский режим в Венесуэле, Боливии, Аргентине, Эквадоре затормозил этот процесс. Инфляция опять стала расти, а политическое вмешательство в деятельность ЦБ возобновилось. Это опять ставит на повестку дня вопрос о достижении денежной и финансовой стабильности в регионе.

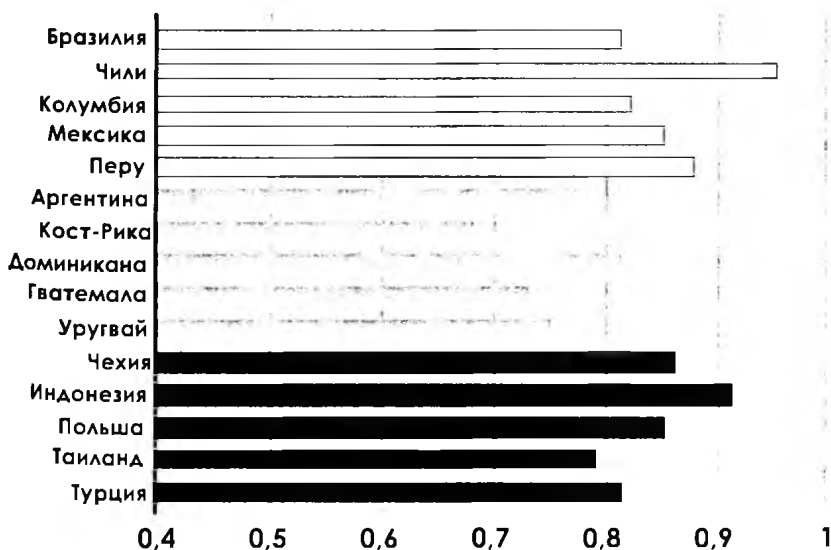


Рисунок 9.1. Индексы независимости центральных банков отдельных стран с формирующимися рынками

Прим.: Значение индекса варьируется от 0 (наименьшее значение) до 1 (наибольшее значение). Независимость ЦБ означает независимость от политического процесса с использованием многих критериев, в т.ч., как он формирует и исполняет свою денежно-кредитную политику, а также его подотчетность и открытость перед обществом.

Африка и Ближний Восток. Ситуация в африканских странах неоднозначная. Обзор Банка Англии показывает, что достигнут определенный прогресс в юрисдикциях центральных банков, хотя и не настолько единообразно, как в Латинской Америке. Взаимоотношения между ЦБ и правительством более детально рассмотрены в публикации БМР²⁷. Т. Мбовени, председатель Резервного банка Южной Африки, заявил в ноябре 2004 г., что с начала 1980-х гг. страны Африки в целом движутся в сторону более рыночно-ориентированной финансовой системы с большей автономией и ответственностью ЦБ, хотя он признал, что, в то же время, ЮАР была единственной африканской страной с явным инфляционным таргетированием²⁸.

Ряд африканских стран входят в валютные союзы. ЦБ Западно-африканских стран и объединенный Банк Центрально-африканских стран существуют, начиная с 1959 г., и возглавляют два валютных союза, известных как зона франка для стран – бывших колоний Франции. Рассматриваются варианты валютных объединений в бывших англиканских колониях Западной Африки и в Южно-африканском сообществе развития. Но есть пример Зимбабве с восьмизначной инфляцией, которая не входит ни в какое объединение.

На Ближнем Востоке и Северной Африке, где большинство стран имели в прошлом привязанный к доллару курс своей валюты, несмотря на растущую значимость своей торговли с ЕС, также можно наблюдать тренд к юридической независимости ЦБ. Как отмечено Х. Диббе, большинство стран региона уже провело или проводят экономические и финансовые реформы, включая предоставление большей самостоятельности ЦБ в проведении денежной политики²⁹. Степень независимости также варьируется от Ливана (наибольший рейтинг) до Сирии (наименьший рейтинг).

Необходимо еще раз отметить различие между независимостью де-юре и де-факто. Исследователь Э. Гизоло отмечал, что де-факто статус независимости в Израиле намного выше, чем де-юре, что является полной противополо-

ложностью в Палестине, из-за более сложной социально-политической ситуации и того факта, что она не выпускает свою собственную валюту³⁰. В целом, наблюдается негативная связь (хотя и слабая) между независимостью и инфляцией, а также положительная связь между независимостью и экономическим ростом, хотя период наблюдения недостаточно длинный, чтобы делать надежные выводы.

Азия. В Азии также трудно определить четкую тенденцию в политической и юридической автономии центральных банков. В некоторых случаях, как например, в Таиланде, были проведены реформы. В Гонконге и Сингапуре существует режим валютного управления при тесном взаимодействии с правительством. В других странах отношения между центробанками и правительством остаются сложными и неоднозначными. Индия и Китай, две наиболее важные СФР, где правительства непосредственно влияют на денежную политику – особенно в Китае.

Народный Банк Китая (НБК), который практически включал в себя весь финансовый сектор Китая до начала 1980-х гг., был существенно преобразован в последние годы. Три новых комиссии – по банкам (the China Banking Regulatory Commission), ценным бумагам (the China Securities Regulatory Commission (CSRC)) и страхованию (the China Insurance Regulatory Commission) – были созданы в качестве регуляторов. Коммерческие банки и Банки развития стали самостоятельными юридическими лицами.

Банковская система с огромным балластом накопленных проблемных ссуд в начале 2000-х гг. была капитализирована со значительной поддержкой со стороны правительства, а также были привлечены средства международных инвесторов. Преобразования были значительными, хотя еще много следует сделать, особенно в отношении преобразования огромного сельскохозяйственного банка Китая. Замедление роста экономики в конце 2008 г. могло возродить новую волну проблемных ссуд, особенно на перегретом рынке недвижимости, но китайские банки выглядят

более здоровыми благодаря предпринятым усилиям по увеличению капитала в предыдущие 5 лет.

НБК имеет небольшой набор функций, из которых наиболее важная – проведение денежной политики; согласно закону, он должен предотвращать финансовые риски и поддерживать стабильность. И нет сомнения, что контролирующую роль на практике играет Государственный Совет. Хотя НБК – орган, отвечающий за проведение денежной политики, окончательное принятие решения лежит за Госсоветом.

Режим валютного курса в последнее время был смягчен в сторону скользящего валютного коридора. Основными инструментами управления банковской ликвидностью являются косвенные: операции на открытом рынке (ООР), изменение учетной ставки и резервных требований. Денежная база является операционным ориентиром, а денежная масса и объем банковского кредитования выступают в качестве промежуточных целей. Переход к более гибкому валютному режиму, заявленному в 2007 г., несколько деформировал эти установки. Инфляция стала заметно расти в 2008 г. как реакция на повышение цен на нефть и сырьевые товары. МВФ рекомендовал НБК и дальше двигаться к большей операционной независимости и постепенному переходу к инфляционному таргетированию³¹.

В этом направлении сделано уже много. В политике Банка остается еще много непредсказуемого в изменении процентных ставок и резервных требований. Но все таки достижение стабильности цен остается главной его целью. Приоритетом правительства Китая остается поддержание конкурентного валютного курса в интересах экспортного сектора. А принятие в качестве основной цели поддержание низкого уровня внутренней инфляции могло бы подчеркнуть эту политическую цель.

Резервный банк Индии (РБИ) был создан по Закону о Резервном банке 1934 г., ориентируясь на существующую модель Банка Англии в то время. В качестве основной цели Банка

было декларировано регулировать выпуск банкнот и сохранять резервы в целях поддержания денежной стабильности в Индии и, в целом, хорошо управлять валютной и кредитной системой страны. Когда РБИ был национализирован в 1949 г., в законодательство не было внесено никаких изменений с 1934 г. Поэтому, до сих пор отсутствует явная цель – ценовая стабильность. Согласно действующему закону, правительство может напрямую отдавать директивы Банку. До сих пор за правительством сохраняется приоритет в разработке монетарной политики путем контролирования всех назначений в руководство Банка и другими способами.

За последние два десятилетия Индия проводит постепенную либерализацию своей экономики, РБИ получил больше автономии, особенно в надзоре за финансовыми рынками, и постепенно отходил от концессионного финансирования приоритетных отраслей экономики. Но в законе нет запретов на автоматическую монетизацию государственного дефицита, которое практиковалось до 1997 г.

В некоторых обзорах, которые проводят либо сам Банк, либо правительство, ставятся эти проблемы. Консультативная группа по достижению прозрачности в денежной и финансовой политике резко раскритиковала законодательную основу денежной политики согласно Акту 1934 г., которая названа анахронизмом и высказалась за проведение реформ³².

Правительство настаивает на постепенном (градуалистском) подходе, скорее выступая за сохранение своего политического влияния в столице страны, нежели передавая власть РБИ в Мумбае. Как результат, политика остается невнятной и, как отмечают индийские эксперты, действия РБИ остаются непонятными, как устанавливаются ориентиры, и как они достигаются³³.

Недавно Комитет по реформе финансового сектора, учрежденный министерством финансов при непосредственном участии Р. Раджана из Чикагского университета, включая представителей ведущих банков Индии, также

высказался в поддержку законодательных изменений. Рекомендации комитета охватывали широкий ареал, включая регулятивную структуру и все еще существующий прямой контроль на финансовых рынках. Что касается Резервного банка Индии, эксперты пришли к выводу, что «он должен формально иметь одну цель, – достижение низкой инфляции и двигаться к использованию одного единственного инструмента – краткосрочным процентным ставкам по сделкам – репо»³⁴.

9.2. Политическая основа для проведения монетарной политики в СФР

Существуют разные мнения о политической основе для проведения денежной политики. Приверженцы идеи инфляционного таргетирования в странах ОЭСР имеют меньше сторонников в СФР. По-прежнему, у них доминирует идея управления валютным курсом (иногда в таких экстремальных формах, как принятие в качестве национальной американского доллара в таких странах, как Сальвадор и Эквадор), и один из вариантов денежного таргетирования (M1, M2). Действительно, из 172 стран с центральными банками, две трети из их числа заявляют в качестве основного ориентира – управление валютным курсом.

Преимущества этого режима для стран с относительно открытой экономикой и неэффективной ДКП очевидны. Выбирая в качестве якоря доллар США, такой валютный режим относительно легко поддерживать. Но есть и обратная сторона. Для этого нужны достаточные резервы, чтобы поддерживать уверенность инвесторов.

На примере европейских стран в начале 1990-х гг., стран Восточной Азии в конце 2000-х гг. и впоследствии в Турции, можно убедиться, что только в тех странах, где достаточные резервы, чтобы отражать спекулятивные атаки, можно удержать валютный курс и впоследствии перейти к инфляционному таргетированию. Азиатские страны опять вернулись к прежней стратегии, учитывая их сильные позиции по ПБ, подкрепленные высокими сбережениями и

конкурентоспособной промышленностью. Наращивание резервов такими странами, как Сингапур, Южная Корея, Гонконг было внушительным. Другие экономики (ЮАР, Чили, Бразилия) уже имеют успешный опыт инфляционного таргетирования.

Резкое снижение стоимости доллара в 2006–2007 гг. поставило под вопрос достижение ориентира по валютному курсу. Высокие цены на нефть и сырьё приводит к импорту инфляции в странах с привязкой к доллару. Активы в долларах падают, приводя к потере материального богатства, особенно для стран, которые покупают импортные товары за евро (Африка, Ближний Восток).

В краткосрочном плане колебания валютного курса могут иметь негативные последствия. Например, для Китая ответом на падение доллара был рост юаня и большой приток капитала в страну. Другие страны перешли к управлению стоимостью валютной корзины, придавая больший вес в корзине евро. Только небольшое восстановление доллара осенью 2008 г. несколько ослабило это давление, тем не менее, вопрос о смене режима в долгосрочной перспективе уже назрел с очевидным переходом к инфляционному таргетированию.

Несомненно, что переход к этому ориентиру для СФР более проблематичный, чем для развитых экономик. Обычно их бюджеты более слабые, хуже финансовая дисциплина, они злоупотребляют регулированием цен. Пример Аргентины показал, что денежная политика может потерпеть фиаско, если общественные финансы (состояние бюджетов всех уровней власти) оказываются вне контроля. Финансовые институты слабые, банковский сектор недокапитализирован и недостаточно развит надзор за финансовыми рынками. Сами финансовые рынки являются уязвимыми для манипулирования.

Одними законами эти проблемы не решаются, есть также угроза, что резиденты могут предпочесть иностранную валюту, если их доверие к своей валюте упадет

(проблема «долларизации»). И, как следствие, власти могут отказаться от гибкого режима валютного курса как условие для перехода к инфляционному таргетированию, поскольку возникнет угроза, что стоимость обязательств у банков в иностранной валюте резко и внезапно повысится. Этот феномен часто описывается как «страх перед плаванием»³⁵.

Наконец, очевидно, что изменения импортных цен как следствие падения валютного курса могут быстро повысить внутренние цены в СФР, таким образом, делая инфляцию более чувствительной к изменениям валютного курса. Поэтому, есть мнения, что инфляционное таргетирование не подходит для большинства экономик СФР. Но некоторые экономисты имеют другое мнение. С точки зрения Б. Иченгрин, все вышеизложенное не убеждает, что в открытой экономике инфляционное таргетирование невозможно, но только это достигнуть будет сложнее. Все режимы не свободны от проблем: «проведение интервенции, чтобы ограничить изменчивость валютного курса при отсутствии ясной, прозрачной ДКП вряд ли придаст больше уверенности и сделает резервы ЦБ легкой добычей спекулянтов»³⁶.

Для стран, не обладающих достаточным запасом резервов, инфляционное таргетирование видится привлекательным ориентиром. Но есть и альтернатива этому – валютный союз. Такой пример дают страны французской Западной Африки. Страны Персидского залива также стремятся перейти к единой валюте в ближайшее время, но для этого надо проделать большой подготовительный этап.

При формировании единой валютной зоны необходимо учитывать различные экономические приоритеты, которые ставят перед собой разные страны. Одни страны приоритетной целью объявляют борьбу с инфляцией, другие – борьбу с безработицей. В то же время страны валютного союза могут находиться в различных фазах конъюнктурного цикла, существенно различаться по уровню социально-экономического развития, поэтому проведение единой денежной политики может привести к серьезным

экономическим ошибкам. Поэтому важной проблемой для стран, входящих в единую валютную зону, является необходимость наличия хорошо разработанных программ альтернативных мер урегулирования экономики, которые позволят нейтрализовать негативные последствия асимметричных потрясений и тем самым окажут влияние на баланс преимуществ и потерь при вступлении этих стран в валютный союз.

Центральные банки продемонстрировали свою способность действительно реагировать на кризисы. Однако, главный вопрос заключается не в ответной реакции на кризисы, а в определении основы денежно-кредитной политики, которая помогла бы уменьшить саму вероятность кризисов. Ответы на него менее очевидны. Интересно отметить, что практически все страны, которые применяли явный – или косвенный – режим таргетирования инфляции до начала кризиса, в той или иной степени указали, что они намерены сохранить эту основу политики, возможно, потому, что она продемонстрировала свою эффективность в обеспечении стабильности цен.

9.3. Почему происходят валютные кризисы в СФР: теория и практика

Каноническая модель П. Кругмена выводит причины валютного кризиса из-за экспансионистской политики правительства, которая вынуждена отказаться от режима фиксированного курса и отпустить в свободное плавание¹⁷. В модели показано, что период, предшествующий валютному кризису, характеризуется постепенным истощением международных резервов и быстрым ростом внутреннего кредита по сравнению со спросом на деньги. Поскольку чрезмерное предложение денег может быть вызвано необходимостью финансировать госсектор, бюджетный дефицит, растущий кредит госсектору могут служить индикатором валютного кризиса. В этом смысле централизованные кредиты финансовым организациям, находящимся в затруднительном положении, играют ту же самую роль.

В конце 1970-х – начале 1980-х гг. данная модель объясняла подобные кризисы фундаментальным дисбалансом во внутренней политике – обычно речь идет об эмиссионном финансировании бюджетных дефицитов, совмещаемых с попытками удерживать фиксированный обменный курс (здесь налицо конфликт бюджетной и валютной политик). Этот дисбаланс может существовать некоторое время, если центральный банк обладает достаточными валютными резервами. Однако, когда резервы значительно падают, спекулятивные продажи национальной валюты четко указывают на фундаментальное противоречие в политике правительства (например, именно по такому сценарию развивался бразильский валютный кризис в 1999 г.).

Кстати, накануне кризиса 1998 г. правительство РФ имело бюджетный дефицит, огромный суверенный долг и низкую степень покрытия своих обязательств золотовалютными резервами (Приложение М, табл. М.4). Это и привело к неизбежному результату. Дефолт, валютный и банковский кризисы произошли почти одновременно, что позволяет его идентифицировать как системный финансовый кризис.

Вторая модель валютных кризисов объясняет их происхождение самореализующимися ожиданиями участников рынка. Важно отметить, что корни этого процесса находятся не в экономической политике, а в ожиданиях частных агентов. Поэтому политическое решение о переходе к плавающей валюте (или проведении девальвации) зависит, в конечном счете, от частных ожиданий, что и означает их самоисполняющийся характер. Если частные агенты ожидают, что девальвация произойдет, она в конце концов происходит; а если таких ожиданий нет, правительство будет способно удержать курс. Согласно этим моделям, существуют кризисы, которые не должны происходить, но они происходят потому что участники рынка ожидают их³⁸.

Последний финансовый кризис 2008–2009 гг. развивался по сценарию инфекционного кризиса, поскольку первоначальные условия для него созрели в экономике

США. Общая неопределенность на мировых рынках, изъятие денег и падение фондовых индексов происходили практически повсеместно, поэтому данный кризис носил глобальный характер.

Перечень показателей, позволяющих предсказывать усиление давления на национальную валюту, достаточно широк. Выбор тех или иных, в свою очередь, определяется набором параметров, зависящих от специфики рассматриваемой страны – политической, экономической и финансовой ситуации в ней. Но наиболее действенными индикаторами, которые используют для прогнозирования валютного курса, являются изменения золотовалютных резервов (ЗВР), денежной базы и покрытие внешнего долга ЗВР. Используя данные показатели, удается прогнозировать приближение валютных кризисов с вероятностью в 50–60%. Оставшуюся до 100% часть определяют такие факторы, как политическая нестабильность, просчеты денежных властей, спекулятивная игра участников рынка.

В эмпирических исследованиях существует не так уж много переменных, которые хорошо тестируются и подтверждаются. Исходя из моделей первого поколения, это – резервы/М2, реальный валютный курс (РВК), показатели конкурентоспособности страны (а не только состояние ПБ) и кредитная экспансия³⁹.

Почти все исследователи согласны в том, что кризис возникает, когда международные резервы очень низкие (особенно по отношению к агрегату «широких» денег М2)⁴⁰. Высокий уровень внешнего долга и/или значительная переоцененность национальной валюты (не оправданная изменениями фундаментальных экономических условий) делают страну более уязвимой и склонной к кризисам, даже если они объясняются очень специфическими обстоятельствами.

То, когда, как и почему происходит кризис, зависит, конечно, от обстоятельств. Например, подрыв доверия к политике способствует бегству капитала; поток «горячих денег» ускоряет кризис; хрупкая банковская система,

отягощенная большими валютными рисками, усиливает кризис; валютный компонент задолженности способствует быстрому развитию кризиса, если он уже начался. Финансовые доводы важны с точки зрения объяснения специфических событий, но их не следует рассматривать в качестве первопричины или единственного источника кризиса.

По оценкам экспертов Института экономического анализа (ИЭА), главная причина валютного кризиса 1998 г. в России – несоответствие валютных активов денежных властей их рублевым обязательствам⁴¹. В основе валютного курса лежит соотношение между обязательствами денежных властей в национальной валюте и их активами в иностранной валюте. В качестве пассивов денежных властей чаще всего используется их наиболее ликвидная часть – денежная база, в качестве активов – валовые валютные резервы. Следовательно, чем меньше валютные резервы, тем, соответственно, ниже при прочих равных условиях, будет курс национальной валюты, измеряемый в единицах иностранной валюты, тем выше опасность валютной дестабилизации.

Практически единственным фактором, позволяющим объяснить как сами валютные кризисы, так и их масштабы, выступают различия в уровнях обеспеченности национальной денежной базы валютными резервами (рис.9.2). В странах, денежная база которых на 100% и более обеспечена валютными резервами (Эстония, Литва), никакие внешние и внутренние катаклизмы (включая и резкие колебания цен на фондовых рынках) не приводят к валютным кризисам.

Там же, где денежные власти проводили экспансионистскую денежную политику (Россия, Болгария, Индонезия), и где, следовательно, денежная база была обеспечена валютными резервами менее чем на 100%, появляется возможность валютной дестабилизации. При прочих равных условиях, ее масштабы тем больше, чем меньше соотношение валютных активов и валютных обязательств денежных властей.

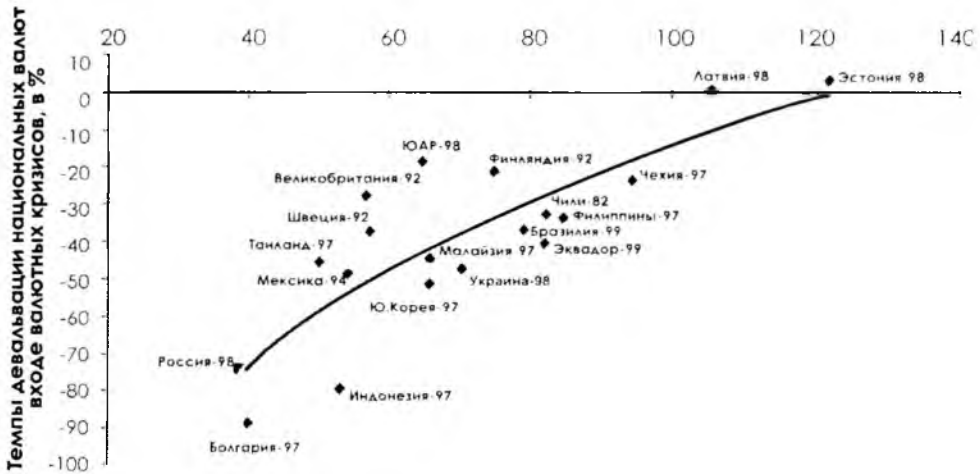


Рисунок 9.2. Кривая валютных кризисов: обеспеченность денежной базы валютными резервами (ось абсцисс) и темпы девальвации, в %

Источник: ИЭА.

Накануне кризиса 1998 г. ЦБ РФ проводил достаточно жесткую ДКП, удерживая курс фиксированным с небольшими отклонениями. В то же время, ЗВР стремительно падали, чему способствовали низкая цена на нефть и отток капитала из России. Все это закончилось кризисом платежеспособности Правительства (дефолт 17 августа 1998 г.) и коллапсом рубля после отказа от режима валютного коридора. Режим фиксированного валютного курса и политика укрепления национальной валюты (реального удорожания) – это ошибка денежных властей, применяемая при борьбе с инфляцией. Обычно такая ситуация приводит к валютному кризису.

Ситуация в 3–4 кв. 2008 г. развивалась самым негативным образом. ЗВР, отток капитала и индекс давления на валютном рынке (ИДВ) превысили пороговые уровни, что и могло спровоцировать атаку на рубль в конце 2008 г. и в начале 2009 г. (табл. 9.1).

Наиболее критическое состояние на валютном рынке наблюдалось в 3–4 кв. 2008 г. и в 1 кв. 2009 г. Этот период можно считать наиболее острой фазой кризиса, которая

сопровождалось оттоком капитала, сокращением ЗВР и девальвацией валюты.

Принципиально важное значение для проводимой кредитно-денежной политики имеет в настоящее время поддержание соответствия между спросом и предложением иностранной валюты. На конец 2010 г. на валютном рынке РФ сложилась благоприятная ситуация, когда соотношение денежной базы (8,2 трлн руб. или 269 млрд долл. по текущему курсу на тот период) и ЗВР (479,3 млрд долл.) примерно равно 1,78, т.е., отсутствовали предпосылки для

Таблица 9.1
Оценка состояния внешнеэкономического сектора
в РФ в 2008–2009 гг.

	ЗВР, изменение в %	Отток капитала, млрд долл.	Индекс давления на валютном рынке (ИДВ), пунктов*
Пороговые значения	-2,2	-8,3	1,7
2008			
1 квартал	+7,1	-26,6	-0,23
2 квартал	+10,9	+38,0	0,02
3 квартал	-2,2	-20,5	3,3
4 квартал	-23,5	-133,3	5,5
Всего за год	-11,0	-142,4	-
2009			
1 квартал	-10,0	-32,3	-0,4
2 квартал	+7,4	+3,3	0,8
3 квартал	+0,2	-26,7	-0,8
4 квартал	+6,3	+12,2	2,2
Всего за год	+3,1	-45,2	-

* Пороговые значения ИДВ рассчитаны сотрудниками Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара⁴².

Ист.: Банк России.

раскручивания девальвационно-инфляционной спирали. ЦБ может удерживать целевые параметры по валютному курсу и инфляции в установленных пределах при одном условии: если цена на нефть на мировом рынке не будет резко меняться в ту или иную сторону.

Что касается выбора возможного монетарного и валютного режимов, то уместно будет вспомнить принцип «невозможной триады», гласящий, что любой стране следует отказаться от одной из трех следующих целей: устойчивости валютного курса, валютной независимости и интегрированности финансового рынка⁴⁵. Стремиться выполнить одновременно все три задачи бессмысленно. Если увеличение мобильности капитала – тенденция необратимая, то она заставит все новые и новые страны делать выбор между валютной независимостью и устойчивостью валютного курса. На практике это означает выбор между свободно плавающим валютным курсом (и сохранением валютной независимости) и отказом от валютной независимости, связанным с жесточайшей фиксацией валютного курса посредством введения режима «currency board», вступления в валютный союз или перехода на иностранную валюту в одностороннем порядке.

Все это являет собой тенденцию к исчезновению промежуточных режимов, таких, как система фиксации валютного курса, позволяющая периодически корректировать его уровень, «ползучей привязки», корректируемых пределов допустимых колебаний валюты («валютный коридор»), регулируемого курса и т. д. (а также отказа от стимулирования экспорта с помощью регулирования валютного курса)

Хотя в теоретических моделях промежуточные режимы и не рассматриваются в качестве основной причины валютных кризисов (кризисы возникают из-за дисбаланса в бюджетной сфере или слишком мягких бюджетных ограничений на микроуровне), когда возникает кризисная спираль, они все же способствуют ее развитию. Промежуточные режимы не располагают

достаточным кредитом доверия, чтобы остановить спекуляцию, и они недостаточно гибки, чтобы мягко демпфировать давление со стороны рынка.

Итак, главные выводы для курсовой политики денежных властей состоят в следующем:

1. Не стоит делать финансовую систему заложницей стабильности валютного курса. Она должна сравнительно безболезненно переносить как укрепление, так и её девальвацию (по примеру стран еврозоны или США). Это особенно актуально для нашей страны, где высокая изменчивость и потоков капитала, и экспортных поступлений

2. Если зона уязвимости для валюты все же существует, то следует минимизировать валютные риски, поддерживая балансовые соответствия между валютными активами и пассивами, как на официальном, так и на частном уровне.

3. Приток денег из-за рубежа (что наблюдается обычно за год-два до кризиса) не всегда есть однозначное благо. Это, во-первых, переоцененный на притоке капитала валютный курс и целый пакет других рисков – ликвидности, валютного и кредитного. Государство должно вводить жесткие меры на потоки спекулятивного капитала по опыту других стран с развивающимися рынками (путем налогообложения импорта капитала, требования резервирования иностранных депозитов или нечто подобное).

4. Независимо от режима валютного курса макроэкономическая политика должна быть взвешенной. Опыт стран, переживших кризисы в прошлом, убедительно показывает, что чрезмерное давление на валютном рынке происходит при наличии слабого фундамента и/или финансовая уязвимости (по разным показателям). Именно такие страны становятся объектами спекулятивной атаки, а не те страны, которые имеют более устойчивый фундамент и здоровую политику.

9.4. Оценка эффективности реализации денежно-кредитной политики Банка России в 1990-е – 2000-е гг.

Денежно-кредитная политика центрального банка является основным инструментом, с помощью которого государство воздействует на состояние макроэкономики через такие рычаги, как деньги и кредит. Направления этой политики, её цели меняются в зависимости от переживаемого исторического момента. За время, прошедшее с момента образования Банка России, начиная с конца 1991 г. (когда он стал правопреемником Госбанка СССР) и по сегодняшний день перед ним вставали непростые задачи, требовавшие для своего решения высокого профессионализма руководства Банка. Но, к сожалению, этот профессионализм приобретает не сразу и иногда ценой неизбежных просчетов и ошибок.

Далее проанализированы особенности в проведении денежно-кредитной политики Банка России на разных этапах его деятельности, когда менялись цели и стратегия его деятельности в ходе достижения денежной стабилизации и предотвращения негативного влияния финансовых кризисов на банковскую систему. Условно все этапы в деятельности Банка России с 1992 г. представлены в табл. 9.2.

На первом этапе в начале 1990-х гг., когда в РФ еще только создавался институт центрального банка в рамках двухуровневой банковской системы, Банку России было не до выполнения его главной цели – стабилизации национальной денежной единицы. Он занимался только одним – проводил безграничную денежную эмиссию, дабы залатать бреши в денежном обращении на фоне беспрецедентной гиперинфляции после ценового шока. В 1992 г. денежная эмиссия выросла в 17 раз; в конце 1993 г. инфляция в годовом измерении превысила 1000%; рубль продолжал падать и к концу 1994 г. он уже стоил 3550 руб. за доллар. Банки в таких условиях зарабатывали баснословные прибыли и росли как «грибы после дождя» в условиях гиперинфляции, несмотря на отрицательные

Таблица 9.2
Основные этапы в проведении ДКП Банка России
и оценка её результатов

Этапы	Основное содержание ДКП (цель, методы)	Результаты
1 этап: 1992 г. – август 1995 г.	Безграничная эмиссия денег («печатный станок»)	Гиперинфляция и падение рубля. Обвал рубля («черный вторник» 11 октября 1994 г.). Кризис ликвидности на рынке МБК в августе 1995 г.
2 этап: сентябрь 1995 г. – август 1998 г.	Денежная стабилизация. Валютный коридор. Операции с ГКО	Системный финансовый кризис (август 1998 г.)
3 этап: 1999 г. – середина 2008 г.	Смягчение ДКП для стимулирования экономического роста. Противодействие укреплению рубля. Нарачивание валютных резервов.	Фиаско антиинфляционной политики в 2007 г. Нарастание рисков в банковской системе. Начало финансового кризиса осенью 2008 г.
4 этап: осень 2008 г. – 2009 г.	Поддержка ликвидности коммерческих банков. Осуществление плавной девальвации за счет сокращения валютных резервов.	Большинство банков нарастило ликвидность и капитал. Стагнация кредита в реальной экономике
5 этап: с 2010 г. – посткризисный и на среднесрочную перспективу	В краткосрочном периоде – стимулирование роста путем понижения процентных ставок. Ограничение роста цен	В перспективе – переход к инфляционному таргетированию и плавающему курсу.

процентные ставки по кредитам. Был большой соблазн заработать на валютных спекуляциях. О реальной экономике тогда никто не думал. В качестве холодного «отрезвляющего» душа стал коллапс рубля в октябре 1994 г. – т.н. «черный вторник» 11 октября 1994 г.).

После отставки Председателя Банка России В. Герашенко в 1995 г. руководство Банка России несколько кардинально изменило свою политику. Так, по Закону о ЦБ (в редакции от 26.04.1995 г. ФЗ № 65) ему было запрещено напрямую кредитовать Правительство, при этом акцент в его деятельности сместился на финансовую стабилизацию. В 1995 г. главным врагом стабилизации и экономического роста была объявлена инфляция, в целях борьбы с которой было принято решение о переходе от эмиссионных способов балансировки государственного бюджета к заимствованиям внутренним и внешним. Началось ужесточение денежно-кредитной политики.

Банковская система была очищена от нежизнеспособных банков, которые проводили чрезмерно агрессивную спекулятивную стратегию или занимались безответственным кредитованием. В качестве якоря финансовой стабилизации была использована политика «валютного коридора», а инструментом абсорбирования лишних денег стали государственные ценные бумаги – ГКО.

Уже к концу 1995 г. инфляция была ниже 50% и продолжала стремительно снижаться (в 1997 г. она впервые достигла 11% годовых). Эффективность денежно-кредитной политики на этом этапе во многом зависела от финансовой дисциплины Правительства, т. е. от его умения удержать расходы бюджета в заданных пределах. Но на фоне нарастания финансовой пирамиды ГКО в это мало кто верил. К концу 1997 г. возможности для поддержания рынка ГКО-ОФЗ за счет средств резидентов оказались практически исчерпаны, и рынок был открыт для иностранного капитала. К середине 1998 г. на руках у нерезидентов оказалось около 30% всех размещенных государственных ценных бумаг. К этому моменту

Банк России был уже не способен удерживать курс рубля в искусственно заниженном валютном коридоре, доходы федерального бюджета стремительно падали, а обязательства по обслуживанию долгов, напротив, росли. Поэтому, уже весной 1998 г. из страны стали уходить деньги нерезидентов, а основание «пирамиды ГКО» стало стремительно сужаться. В качестве пускового события, последовавшего вскоре после финансового кризиса в августе 1998 г., стало падение мировых цен на нефть до 11 долл. за баррель.

На этом этапе была забыта одна очень простая истина, которую уже давно обосновали ученые с мировым именем (Р. Манделл, П. Кругмен и др.), а именно, что достичь одновременно фиксированного курса в качестве якоря денежной стабилизации и в то же время открыть свою экономику «всем ветрам» для спекулятивных капиталов не удавалось еще ни одной стране. Таргетируя валютный курс и имея либеральное законодательство, Банк России утратил контроль над банковской ликвидностью и процентными ставками. Чистая ликвидная позиция банковской системы определяется, в таком случае, не центральным банком, а глобальной ликвидностью и отношением инвесторов к риску.

Об этом свидетельствует обширный неудачный опыт проведения денежной стабилизации в странах Латинской Америки в 1980–1990-е гг. Поэтому, как только случился кризис 1998 г., все результаты предыдущей стабилизации были полностью перечеркнуты: рубль обесценился в четыре раза, а рост цен в конце 1998 г. составил более 80% в годовом измерении.

На гребне кризиса у Банка России практически в резерве ничего не было, спасти банки он особенно и не торопился, поэтому, около 200 коммерческих банков, в т.ч. ряд крупных и хорошо известных, прекратили свою деятельность в течение последующих двух лет (СБС-Агро, «Империял», ТОКОбанк, ОНЭКСИМ-банк и др.).

Еще один важный этап в деятельности Банка России наступил с началом быстрого экономического роста (на-

помним, что к 2000 г. экономика и банковская система практически восстановились после кризиса). Растущая цена на нефть, эффект девальвации рубля сыграли в восстановлении свою ключевую роль. Но к 2003 г. эффект девальвации закончился, и пришлось активизировать инструменты кредитно-денежной политики для экономического роста. Основным инструментом по-прежнему являлась процентная ставка рефинансирования, которая продолжала снижаться на протяжении всего периода до февраля 2008 г., когда реально заговорили об угрозе инфляции и укреплении рубля (эффективный реальный курс рубля укреплялся, начиная с 2003 г., рис. 9.3).

Цели денежно-кредитной политики Банка России все время находились между «молотом» – ограничением роста цен – и «наковальной» – ограничением быстрого укрепления рубля. Из экономической теории известно, что сдерживать рост цен можно, укрепляя рубль, но именно последнее все время ставили в укор руководству Банка России. В результате, стремясь сдерживать рубль (другими словами быстро наращивать валютные резервы), Банк России не смог удерживать инфляцию в заданных пределах.

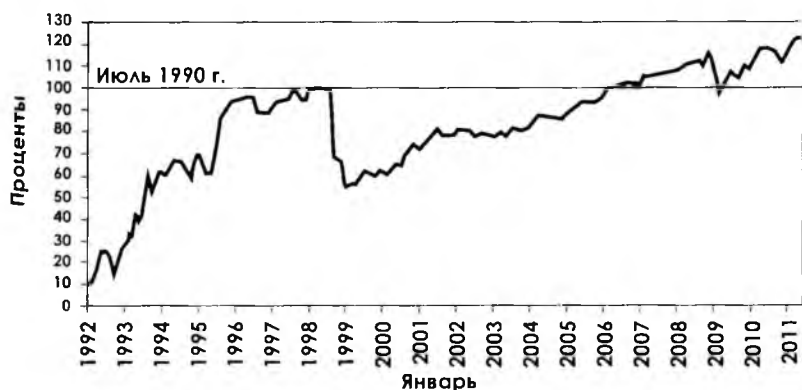


Рисунок 9.3. Индекс реального эффективного валютного курса (июль 1998 г. = 100%)

Ист.: ИЭА.

С одной стороны, невыполнение целей по инфляции происходит под влиянием обстоятельств, не контролируемых Банком России (цены на нефть, бюджетные решения правительства), с другой стороны, он не обладает достаточной ответственностью за достижение намеченных результатов. Если Банк России не достигнет запланированных показателей, ему это ничем не грозит.

Результатом развития банковской системы на третьем этапе стало снижение числа коммерческих банков, бурный рост кредитов, депозитов, насыщение экономики кредитами и другими банковскими услугами. Денежно-кредитная политика на этом этапе постепенно смягчалась: об этом можно судить по доступности кредита и вновь растущим темпам инфляции с 2007 г., когда, собственно, происходит насыщение экономики кредитами и рост кредитных рисков. Неизбежное укрепление рубля на этом этапе стало результатом быстрого притока капитала и нефтедолларов с мировых рынков. В условиях открытой экономики (полностью либерализованной по балансу капитала) Банку России становилось все сложнее бороться с инфляцией. И неизбежно с 2008 г. процентные ставки стали расти. Это как раз совпало с началом финансового кризиса, имевшего внешнее происхождение.

В период финансового кризиса 2008–2009 гг. денежно-кредитная политика стала разнонаправленной. С одной стороны, Банк России, пытаясь удержать рубль от падения, продолжал в течение 1 кв. 2009 г. повышать процентные ставки (с 4 февраля 2008 г. – 10,25%, и к концу марта 2009 г. она достигла уровня 13%), а, с другой стороны, предоставил кредиты поддержки коммерческим банкам, в т.ч. на беззалоговой основе. При этом были задействованы самые разнообразные инструменты: сделки-репо, кредитные аукционы, субординированные кредиты и пр.

Для стимулирования экономического роста, начиная со второго квартала 2009 г., Банк России стал снижать

процентные ставки, однако коммерческие банки не торопились увеличивать объемы кредитования предприятиям и населению в силу высокого уровня кредитных рисков. То есть, опять на этом этапе эффективность процентной политики Банка России с точки зрения влияния на рост была достаточно низкой.

В среднесрочной перспективе (до 2012 г.) Банк России намерен сместить акценты в приоритетах денежно-кредитной политики на переход к инфляционному таргетированию в качестве ориентира в своих кредитно-денежных операциях. Как показывает опыт некоторых стран (Чили, Израиля), введение такого ориентира весьма эффективно для достижения низкой инфляции (3–5%). Но при этом надо помнить, что для успеха в достижении этой цели в стране должна сформироваться благоприятная среда, т. е., развитые внутренние рынки денег и капитала. Например, инфляционное таргетирование не применяется ни в одной из стран с недиверсифицированным экспортом. Это, скорее всего, связано с низкой степенью прогнозируемости макроэкономической ситуации в них, а также со значительными колебаниями конъюнктуры мировых товарных рынков.

Планируемый переход Банка России к таргетированию инфляции может значительно усилить риски макроэкономической нестабильности. При таком варианте ДКП для ослабления воздействия на нее внешних шоков используется режим свободно плавающего валютного курса. Но отказ от поддержки валютного курса в определенном диапазоне приведет к значительным колебаниям рубля по отношению к другим валютам и будет провоцировать резкие притоки и оттоки спекулятивного иностранного капитала. Поэтому, для перехода к новому режиму валютного курса в стране должен быть создан твердый финансовый фундамент, который позволит снизить уязвимость страны от переменчивых спекулятивных потоков капитала.

Глава 10. Денежно-кредитная политика стран с формирующимися рынками: конфликт целей и методов

Страны с формирующимися рынками (СФР) представляют очень важную группу с динамично развивающейся экономикой, играющие все более заметную роль в мировой экономике и по численности населения, и по размерам своей экономики. В ходе торговой и финансовой интеграции на мировые рынки они сталкиваются с политическими вызовами. Денежно-кредитная политика (ДКП) этих стран обычно является первой линией защиты против многих внутренних и внешних шоков, которым они часто подвергаются. Поэтому её необходимо правильно формулировать и выполнять. Главная цель – это достижение денежной и финансовой стабильности. Серьезными ограничениями остаются слабые институциональные основы и низкий уровень жизни большей части населения.

Как преодолеть пропасть между денежной теорией и политикой? В большинстве стран с СФР центральные банки в своей денежной политике скорее исходят из оценочных суждений, нежели придерживаются механистических правил. Академические знания играют важную роль в обосновании сильных и слабых сторон различных вариантов ДКП. Но, тем не менее, пока что достигнут ограниченный прогресс в формулировании четких аналитических правил при выработке денежно-кредитной политики. Для этого необходимо выполнить еще большой объем аналитической работы, как теоретической, так и эмпирической.

Как научные исследования могут улучшить содержательную составляющую денежной политики и способствовать решению трудных вызовов, с которыми сталкиваются центральные банки? И ученые порой оказываются не готовыми решать сложные политические вызовы реального мира, т. е. денежная политика идет пока впереди денежной теории. И проблемы, которые были поставлены выше, все еще не находят четких и ясных ответов в теории. Но суще-

ствуют проблемы и другого плана: как уже существующую теорию инкорпорировать в процесс принятия политических решений.

Так, например, аналитические модели, которыми в настоящее время пользуются ЦБ, имеют серьезные ограничения. Например, неокейнсианская модель ДКП, которую все еще широко используют в политике ЦБ, на самом деле имеет небольшое отношение к деньгам, несмотря на то, что сложился широкий консенсус, что в долгосрочном периоде инфляция остается денежным феноменом. Существующие модели динамического общего равновесия (IS-LM) оказываются бесполезными с точки зрения того, как ЦБ должен реагировать на резкие колебания цен на топливо, продовольствие или при образовании «пузырей» на финансовых рынках. Разработка макромоделей, в которых реальный и финансовый сектора тесно между собой взаимосвязаны, могут быть полезны при анализе проблем финансовой и макроэкономической стабильности в контексте достижения общего равновесия⁴⁴.

Отсутствуют также теоретические исследования того, как смоделировать инфляционные ожидания, которые играют ключевую роль при формулировке денежной политики. Несмотря на существующую критику Лукаса, все еще доминируют модели, где ожидания основываются на прошлых событиях, поскольку такие модели легче создать и обрабатывать, чем модели, в которых ожидания опираются на будущие события. Несмотря на указанные проблемы, все таки остается надежда на прогресс в этом деле, который можно достигнуть через активный диалог между учеными и политиками.

У каждой страны имеются свои специфические условия и институциональные особенности, которые определяют её денежно-кредитную политику. Тем не менее, можно сформулировать основные правила, которыми руководствуются страны с развивающимися рынками. Рассмотрим возможные варианты проведения такой политики с точки зрения её действенности и эффективности в достижении поставленных целей.

10.1. Основная цель денежной политики и её ограничения

Общепризнано, что первичной целью денежной политики является денежная стабильность. Вторичными целями являются обеспечение роста и занятости. Это отражает растущую независимость центральных банков и принятие новых поправок в законах, которые наделяют их ответственностью за достижение стабильности цен. Считается, что это лучший способ для эффективного достижения других целей. Центральные банки (ЦБ) также отвечают за финансовую стабильность; это стало все больше осознаваться в период последнего финансового кризиса, который начался в 2007 г. Даже те центральные банки, которые не осуществляют функцию пруденциального регулирования, все же призваны заботиться о стабильности финансовой системы в целом. И эта цель стала звучать все более настойчиво в свете последних финансовых беспорядков в мире. Действительно, такая двойственная цель денежной политики в условиях, когда ЦБ столкнулись с серьёзным кредитным крахом и, в то же время, с высокой волатильностью цен на нефть и сырьё – представляет сложную дилемму.

Но в СФР ситуация еще более сложная: хотя ценовая стабильность все еще рассматривается как самая важная цель деятельности центральных банков в этих экономиках, тем не менее, в большинстве этих стран центральные банки также выступают регуляторами коммерческих банков, отвечая за стабильность всей банковской системы. Для них также не менее важным остается поддержание роста и занятости методами денежно-кредитной политики. В этом и состоит главный вызов, с которыми сталкиваются ЦБ: используя обычно только один инструмент – обычно краткосрочные процентные ставки – денежная политика в СФР должна решать триединую цель: высокий рост, низкая инфляция и финансовая стабильность.

Центральные банки сталкиваются в этих странах с уникальным набором вызовов. Частично они институци-

ональные, частично технические, но оба они накладывают серьёзные ограничения на осуществление денежной политики. Ключевое институциональное ограничение – это недостаточная независимость ЦБ, вплоть до подчинения его министерству финансов. В некоторых странах, где ЦБ формально остается независимым, тем не менее, он остается под влиянием различных политических сил, особенно министра финансов. Следовательно, ему приходится всегда идти по тонкой линии, оставаясь в рамках легитимности и независимости в очень трудных условиях.

Кроме того, даже в рамках установленной законом независимости, операционная независимость ЦБ в некоторых случаях ограничена еще одной неявной целью – валютным курсом. Удержание валютного курса в заданных пределах накладывает на действия ЦБ ограничения, когда он пытается выполнять свою главную и непосредственную цель – удерживать инфляцию.

Состояние бюджета – еще одна ключевая проблема, с которой сталкиваются центральные банки в СФР. Во многих этих странах бюджетная дисциплина «хромает», а денежная политика часто подчинена фискальной политике, если учесть, что последняя выполняет перераспределительные функции. Для бюджетов характерен высокий уровень дефицита и государственной задолженности, и это накладывает ограничения на денежную политику центрального банка, поскольку при установлении уровня процентных ставок прежде всего принимается в расчет именно эти особенности бюджетов. При этом становится сложнее управлять инфляционными ожиданиями.

Более того, денежная политика имеет слабый трансмиссионный механизм, поскольку финансовая система недоразвита. В частности, слабая банковская система затрудняет использование процентной политики для достижения целей, поскольку значительные изменения процентных ставок несут в потенциале разрушительные воздействия на балансы слабых банков.

Недостаточно развитые финансовые рынки ослабляют эффективность процентного канала трансмиссионной политики ЦБ. Слабая интеграция рынков внутри этих стран порождает ассиметричную реакцию регионов на денежную политику. К тому же, эффект от действий монетарных властей имеет более длительный лаг и более непредсказуем, чем в развитых экономиках. Отсутствие глубоких и ликвидных финансовых рынков означает, что обратная связь от рынков более слабая, в отличие от развитых экономик, где благодаря хорошо налаженному механизму обратных связей центральный банк получает сигналы о том, как влияет его денежная политика на участников рынка.

Еще один структурный вызов, который не позволяет изолировать денежную политику от внешних влияний – это растущая открытость баланса капитала в СФР. Даже в тех странах, где де-юре введен контроль за капиталом, финансовые потоки ищут пути, чтобы его обойти. Более значительная торговая открытость, изощренность внутренних и внешних инвесторов, использующих новейшие финансовые продукты, не позволяют удержать капитал, когда действуют сильные стимулы для трансграничных сделок. Сразу возникает пример Китая, где, несмотря на решительные усилия властей ужесточить контроль на притоки, в последние годы деньги поступали по различным каналам. Открытый счет капитала не позволяет проводить независимую денежную политику, когда ЦБ пытается управлять валютным курсом (т.н. «невозможная тройца» Манделла–Флеминга)⁴⁵.

Как должно правительство и денежная политика отвечать на изменчивые потоки капитала? Это зависит от умения правительства проводить взвешенную бюджетную политику расходов и изъятия (абсорбирования) лишних денег, т. е., умение управлять резервами.

Притоки капитала имеют неустойчивый характер и в случае возникновения финансовых проблем возникает угроза, что начнется отток капитал и может усилиться ин-

фляция. Лучшей политикой будет сокращение дефицита и долга. Рост цен на энергетическое сырье и продовольствие во всем мире в 2007 г. и в первой половине 2008 г. поставил центробанки в этих экономиках перед дилеммой: с одной стороны, сдерживать инфляцию, а с другой – не «удушить» рост ужесточением денежной политики. Это еще раз подчеркивает трудности при разработке стратегии, если происходят внешние ценовые шоки.

Существующие теоретические модели описывают упрощенный вариант денежной политики: центральный банк должен таргетировать только базовую инфляцию в качестве ядра ценового индекса, тогда как другой компонент (т.н. неденежный компонент, т.е. цены на сырье и энергию) должен варьироваться в зависимости от рыночных условий. В менее развитых странах затраты на продовольствие занимают львиную долю в совокупных потребительских затратах, что не позволяет центральным банкам не принимать в расчет этот аспект.

В дополнение к институциональным ограничениям существуют и множество технических при осуществлении денежной политики, особенно, это касается таргетирования инфляции. Для этого ЦБ должен обладать инструментарием для моделирования экономики, составления прогнозов по инфляции и производству, понимать, как работает трансмиссионный механизм. Растущая открытость этих экономик означает, что техника моделирования и прогнозирования должна развиваться и надо учитывать, что на основе прошлых данных нельзя предсказать будущее. Центральные банки нуждаются в хороших макроэкономических данных и в коммуникационной стратегии как неотъемлемой части их политики инфляционного таргетирования.

Центральные банки должны открыто сообщать о своей денежной политике в СМИ, в публикациях ежеквартальных прогнозов и отчетов по инфляции, чтобы повлиять на ожидания экономических агентов и, тем самым, облегчить достижение своих целей ценой меньших усилий.

Опыт валютного таргетирования в СФР

Рассмотрим жесткие институциональные условия, необходимые для успешного создания такой структуры как валютное управление (*currency body*). Поскольку для осуществления этой идеи центральный банк должен будет подкрепить всю существующую денежную базу иностранными резервами, он не сможет выступить в качестве последнего кредитора в критической ситуации для внутреннего банковского сектора, когда разразится кризис. События в Мексике 1994 г. или в странах Азии в 1997 г., где девальвация была связана с плохо финансируемыми и контролируруемыми коммерческими банками, представляют, однако, совершенно другой случай. Но и сильного финансового сектора не достаточно.

Комиссии по контролю валюты со строгими правилами управления денежно-кредитной политикой имеют смысл только там, где правительства твердо держатся своих собственных законов и не могут изменить их очередным указом. Также необходима и способность сделать рынок труда более гибким, так как фиксированный валютный курс означает, что номинальные заработные платы и цены должны хоть медленно, но регулироваться в ответ на экономические потрясения. Другими словами, создание комиссии по контролю валюты требует наличия хорошо развитых структур, отсутствие которых, само по себе, является хорошей причиной для скорейшего создания этих комиссий.

Конечно же, при отсутствии отлаженных структур, неформальная («долларизация») часто использовалась как возможность накопления денег и ведения бизнеса. Согласно недавно проведенному исследованию 55–70% долларов, находящихся в обращении по всему миру, удерживаются иностранцами, в основном в Латинской Америке и в России. Однако только Панама и три тихоокеанских островных государства с населением менее 120 тыс. человек провели официальную долларизацию своих экономик. Некоторые страны Центральной и Латинской Америки сегодня тоже выбрали (или думают над тем, чтобы выбрать) этот путь. Но официальная долларизация, равно как и создание комиссии по контролю валюты, подразумевают отсутствие последнего кредитора в критической ситуации. Неудивительно, что Американский Федеральный Резерв отказывается брать на себя эту роль, когда дело касается стран третьего мира, а денежно-

кредитная политика Соединенных Штатов еще менее склонна придавать большое значение макроэкономическим задачам и условиям, не имеющим отношения к США.

Отказ от национальной валюты, таким образом, не является панацеей для слабой системы, более того, вызывая политическую нестабильность, он может лишь усилить давление на нее. Существует все больше и больше доказательств того, что фиксированный валютный курс даже там, где его поддержание проводится успешно, не приносит большую экономическую стабильность. Возьмем, например, Гонконг и Аргентину. Благодаря комиссиям по контролю валюты им удалось избежать экономического краха, постигшего в 1990-е гг. страны, вынужденные «отпустить» свои валюты. Обе эти страны, однако, вскоре оказались на пути экономического спада, в то время как страны, произведшие девальвацию на раннем этапе, очень быстро вернулись к экономическому росту.

В последствии наблюдалось снижение деловой активности или серьезный кризис в тех странах, которые придерживались политики «суперу боди», из-за потери конкурентоспособности в результате обесценивания валюты в странах, являющихся их основными торговыми партнерами. Валютный курс, зафиксированный по отношению к доллару в соотношении «один-к-одному» в Аргентине (1991–2001 гг.), послужил препятствием быстрому восстановлению объемов производства, что оказалось осуществимым в соседних странах благодаря принятой ими гибкой системе. И Аргентина – не единичный пример. В Литве эта проблема стояла остро с 1998 г., когда финансовый кризис в России заставил ее переориентировать свой экспорт на Европейский Союз только для того, чтобы потерять конкурентоспособность, когда евро упал по отношению к доллару. Страны с фиксированным валютным курсом превзошли страны, выбравшие механизм свободного колебания курса, только в одной жизненно важной области – инфляции.

Недавнее исследование 123 развивающихся стран, проведенное Международным Валютным Фондом (МВФ), показало, что средний показатель инфляции за 1975–1996 гг. был всегда более низким и более устойчивым для стран с фиксированным валютным курсом. Но даже при таких условиях ежегодный средний разрыв сократился с 17% в 1990 г. до 7%

Опыт валютного таргетирования в СФР

Рассмотрим жесткие институциональные условия, необходимые для успешного создания такой структуры как валютное управление (*currency body*). Поскольку для осуществления этой идеи центральный банк должен будет подкрепить всю существующую денежную базу иностранными резервами, он не сможет выступить в качестве последнего кредитора в критической ситуации для внутреннего банковского сектора, когда разразится кризис. События в Мексике 1994 г. или в странах Азии в 1997 г., где девальвация была связана с плохо финансируемыми и контролируруемыми коммерческими банками, представляют, однако, совершенно другой случай. Но и сильного финансового сектора не достаточно.

Комиссии по контролю валюты со строгими правилами управления денежно-кредитной политикой имеют смысл только там, где правительства твердо держатся своих собственных законов и не могут изменить их очередным указом. Также необходима и способность сделать рынок труда более гибким, так как фиксированный валютный курс означает, что номинальные заработные платы и цены должны хоть медленно, но регулироваться в ответ на экономические потрясения. Другими словами, создание комиссии по контролю валюты требует наличия хорошо развитых структур, отсутствие которых, само по себе, является хорошей причиной для скорейшего создания этих комиссий.

Конечно же, при отсутствии отлаженных структур, неформальная «долларизация» часто использовалась как возможность накопления денег и ведения бизнеса. Согласно недавно проведенному исследованию 55–70% долларов, находящихся в обращении по всему миру, удерживаются иностранцами, в основном в Латинской Америке и в России. Однако только Панама и три тихоокеанских островных государства с населением менее 120 тыс. человек провели официальную долларизацию своих экономик. Некоторые страны Центральной и Латинской Америки сегодня тоже выбрали (или думают над тем, чтобы выбрать) этот путь. Но официальная долларизация, равно как и создание комиссии по контролю валюты, подразумевают отсутствие последнего кредитора в критической ситуации. Неудивительно, что Американский Федеральный Резерв отказывается брать на себя эту роль, когда дело касается стран третьего мира, а денежно-

кредитная политика Соединенных Штатов еще менее склонна придавать большое значение макроэкономическим задачам и условиям, не имеющим отношения к США.

Отказ от национальной валюты, таким образом, не является панацеей для слабой системы, более того, вызывая политическую нестабильность, он может лишь усилить давление на нее. Существует все больше и больше доказательств того, что фиксированный валютный курс даже там, где его поддержание проводится успешно, не приносит большую экономическую стабильность. Возьмем, например, Гонконг и Аргентину. Благодаря комиссиям по контролю валюты им удалось избежать экономического краха, постигшего в 1990-е гг. страны, вынужденные «отпустить» свои валюты. Обе эти страны, однако, вскоре оказались на пути экономического спада, в то время как страны, произведшие девальвацию на раннем этапе, очень быстро вернулись к экономическому росту.

В последствии наблюдалось снижение деловой активности или серьезный кризис в тех странах, которые придерживались политики «*суперсью боду*», из-за потери конкурентоспособности в результате обесценивания валюты в странах, являющихся их основными торговыми партнерами. Валютный курс, зафиксированный по отношению к доллару в соотношении «один-к-одному» в Аргентине (1991–2001 гг.), послужил препятствием быстрому восстановлению объемов производства, что оказалось осуществимым в соседних странах благодаря принятой ими гибкой системе. И Аргентина – не единичный пример. В Литве эта проблема стояла остро с 1998 г., когда финансовый кризис в России заставил ее переориентировать свой экспорт на Европейский Союз только для того, чтобы потерять конкурентоспособность, когда евро упал по отношению к доллару. Страны с фиксированным валютным курсом превзошли страны, выбравшие механизм свободного колебания курса, только в одной жизненно важной области – инфляции.

Недавнее исследование 123 развивающихся стран, проведенное Международным Валютным Фондом (МВФ), показало, что средний показатель инфляции за 1975–1996 гг. был всегда более низким и более устойчивым для стран с фиксированным валютным курсом. Но даже при таких условиях ежегодный средний разрыв сократился с 17% в 1990 г. до 7%

в 1996 г. при понижении среднего показателя инфляции в Латинской Америке с почти 500% в год в 1990 г. до менее 8% в 1998 г. Неудивительно поэтому, что международные инвесторы не считают, что новые рынки со свободно колеблющимся валютным курсом должны обязательно быть более опасными, чем рынки с твердым курсом, несмотря на предположительно большую надежность последних. Даже наоборот, с 1995 по 1999 гг. средний разрыв между курсами государственных долговых обязательств Мексики по отношению к долгосрочным казначейским обязательствам США был на 47 пунктов ниже, чем у Аргентины. Средние внутренние ставки ссудного процента в течение этого периода также были более благоприятными в странах, где произошла девальвация. Так, например, ставки в Сингапуре оказались ниже и стабильнее, чем в Гонконге, а Мексика и Чили обогнали Аргентину. Экономический риск ведения дел с Бразилией также сократился с тех пор, как в начале 1999 г. был отпущен реал. Кажется, что надежность зависит не столько от механизма валютного курса, сколько от независимости центральных банков, которая укрепилась почти во всех странах, отказавшихся от искусственного поддержания валютного курса, а также зависит от введения инфляционного планирования как основы денежно-кредитной политики. В таком случае твердая валюта – не только плохое средство лечения, но и причина ошибок в диагнозе болезни.

Еще одна форма валютного управления может реализовываться в виде валютных союзов по типу зоны евро. Логика такого подхода состоит в том, чтобы увязать денежную политику между странами одной группы и, таким образом, совместно отвечать на общие шоки. В тоже время, такой механизм будет иметь дисциплинирующее воздействие на проведение безответственной политики в отдельных стран. Такие валютные союзы содействуют торговой и финансовой интеграции между странами группировки и в перспективе приведут к уменьшению числа валют в мире. Но здесь имеется обратная сторона. Если у стран, входящий в такое объединение, бизнес-циклы не будут синхронизированы или когда они сталкиваются с различными шоками, проведение общей денежной политики может оказаться под угрозой (о чем свидетельствует текущий кризис евро в связи с проблемами в экономике Греции).

Ист.: Ларрейн Ф., Веласко А. Аргентина и Ахиллесова Пята Твердой Валюты. URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/larrainvelasco1/Russian>.

10.2. Управление валютным курсом в рамках достижения целей денежной политики

Валютный курс часто выступает в качестве номинального якоря, который может оказаться весьма полезным в некоторых странах, особенно в тех из них, которые имеют низкий уровень финансового и институционального развития или там, где у центробанков недостаточно ответственности. Там, где экономики имеют торговую открытость и высокую волатильность номинального валютного курса – все это негативно воздействует на инвестиции, занятость и рост производства и усложняет проведение макроэкономической политики. В этом случае в качестве режима используется либо режим жесткой «привязки» валютного курса (валютное управление или «долларизация»), либо некоторые промежуточные варианты (Приложение Н). Во всех этих случаях, страна теряет автономность в проведении своей денежной политики и как бы «импортирует» её из-за границы. Достоинство такой политики – то, что ЦБ способен поддерживать внутреннюю инфляцию на низком уровне. Но, как показывает опыт проведения такой политики в разных странах, бюджетная дисциплина и структурные преобразования также необходимы, чтобы достичь низкой инфляции и устойчивых темпов роста производства. В противном случае такая политика окажется несостоятельной (Вставка 7).

Режим жесткой привязки к какой-то одной валюте или корзине валют может сосуществовать с режимом свободного движения капитала только в таких странах, как Сингапур, который отличается высоким уровнем финансового развития и проводит ответственную финансовую политику. Но для большинства стран с развивающимися рынками это пока не выполнимо.

Некоторые экономисты считают, что в быстро глобализирующейся экономике наиболее приемлемым для политики СФР является введение механизма свободного плавания, поскольку он усилит финансовую дисциплину

в этих странах, в частности, они будут меньше зависеть от краткосрочных потоков капитала, а участники рынка капитала будут страховать свои валютные риски⁴⁶. Напротив, режим «привязки» поощряет накапливать нехеджируемый иностранный долг, поэтому всякие неожиданные и значительные изменения валютного курса создают финансовые проблемы для банков и корпораций при обслуживании своих краткосрочных обязательств. А при плавающих курсах острые девальвации не приведут к финансовому краху, как это было в азиатских экономиках в 1997–1998 гг.

Сейчас в академических кругах все более громко звучат голоса в установлении т.н. «счастливой троицы», чтобы успешно отразить «тройной» кризис⁴⁷. Она должна покоиться на «трех китах»: 1) сильной международной валюте; 2) свободном «плавании»; 3) здоровых финансовых институтах. В противном случае, экономики не только смогут успешно интегрироваться в международные рынки капитала, но становятся чрезвычайно уязвимыми к финансовым кризисам.

Первая составляющая «троицы» является наиболее затруднительная и требующая длительного времени для достижения в силу особого статуса международной валюты в качестве резервной. Для этого требуется проводить соответствующую макроэкономическую политику в той стране, чья валюта имеет высокий международный статус, в частности, взвешенную фискальную политику. Если удастся выстроить такую «троицу», то страны с формирующимся рынками могут успешно интегрироваться в глобальные рынки капитала и использовать в своих интересах выгоды такой интеграции.

В целом, режим управляемого валютного курса требует различных форм контроля за движением капитала, поскольку одновременно достигать этих целей (управляемое плавание и свобода движения капитала) бывает очень трудно, особенно, при отсутствии независимости в проведении монетарной политики. Есть, конечно, исключения,

например, Гонконг и ряд других стран, которые имеют режим валютного управления и одновременно проводят ответственную макроэкономическую политику. В большинстве других СФР, особенно со слабой макроэкономической политикой и недоразвитыми финансовыми рынками, контроль за движением капитала является важным буфером для сглаживания волатильности валютного курса.

Валюта с управляемым плаванием предполагает существование определенной зоны, в которой она колеблется, а диапазон колебаний может различаться по странам и даже в одной стране он может со временем пересматриваться (к таковым относятся многие африканские страны). Денежные агрегаты являются ориентирами, которые легко измеряются и хорошо подходят для тех экономик, у которых недоразвиты финансовые системы. Однако, под воздействием финансовой интеграции и глобализации эти ориентиры все более искажаются и становятся менее управляемыми. Более того, в экономиках, где темпы роста производства неустойчивы, связь между денежными агрегатами, реальным производством и инфляцией довольно слабая. Следовательно, те страны, которые стремятся перейти к инфляционному таргетированию, но не имеют для этого институциональных и технических предпосылок.

Многие страны применяют инфляционное таргетирование, но до сих пор управляют валютным курсом, чтобы сглаживать краткосрочную волатильность на валютном рынке. На практике это предполагает частое вмешательство ЦБ в виде интервенций на валютном рынке из-за боязни стран «свободного плавления» их валют. Примерами стран, которые МВФ классифицирует как «таргетеры инфляции» с управляемым плаванием, является весьма пестрая группа, включая такие страны, как Колумбия, Гана, Индонезия, Румыния и Таиланд. Например, Резервный Банк Индии формально не провозглашает своей целью инфляцию, но официальные

руководители Банка постоянно упоминают о диапазоне инфляции, к которой они стремятся в попытке предотвратить появление инфляционных ожиданий. И в тоже время, Банк управляет валютным курсом, что дает ему определенную свободу в проведении денежно-кредитной политики.

Все больше и больше стран как среди развитых, так и среди развивающихся, двигаются в сторону такой модели денежной политики. Это связано с тем, что со временем, многие страны переходят к свободному движению капитала, даже де факто сохраняя какие-либо ограничения. Поэтому им все труднее становится управлять валютным курсом без того, чтобы не возникла угроза спекулятивной атаки. Китайский опыт показывает, что все же можно жестко управлять валютным курсом, даже когда баланс капитала становится все более открытым, но это дается ценой значительных финансовых ограничений.

Стремление центральных банков адаптировать некоторые формы инфляционного таргетирования оценивается академическим сообществом наиболее приемлемым для большинства развитых и среднеразвитых экономик. Эту цель можно рассматривать в качестве якоря для проведения денежной политики, а гибкость валютного курса, в то же время, придает независимость политике и предоставляет буфер против внешних шоков. Однако, объявлять такой режим наилучшим будет преждевременно, он должен еще доказать свою пригодность на длительном периоде. Многие страны уже перешли к инфляционному таргетированию, начиная с 1990-х гг., когда во всем мире наблюдались умеренные темпы инфляции. И, как показывает существующий опыт, те страны, которые перешли к этому ориентиру, имеют низкие темпы инфляции и подавленные инфляционные ожидания⁴⁸. Рассмотрим критически применение этого режима в некоторых СФР и определенные осложнения, с которыми при этом сталкиваются центральные банки.

10.3. Выгоды и проблемы инфляционного таргетирования

Как свидетельствует опыт многих стран и межстрановые исследования, ЦБ может быть эффективным в своей политике, если он нацелен на достижение стабильности цен⁴⁹. Низкая и стабильная инфляция имеет значительные макроэкономические выгоды – стабилизируется рост ВВП, а фирмы и домашние хозяйства строят долгосрочные инвестиционные планы. На финансовом рынке развивается сегмент «длинных» облигаций, связанных с финансированием инфраструктурных объектов и управлением госдолгом.

Денежная политика, которая имеет единственную четко установленную цель, является лучшей гарантией для макроэкономической и финансовой стабильности и долгосрочного роста. Напротив, если использовать один инструмент (например, деньги) для достижения разных целей – то это путь к неэффективности, особенно в трудные времена. Кроме того, утверждение, что с помощью одной только денежной политики можно стимулировать долгосрочный рост весьма проблематично – примером этому может служить стагфляция в США в 1970–1980-е гг., когда экспансионистская денежная политика одновременно привела к стагнации производства и высокой инфляции.

Денежная политика играет ключевую роль, поощряя инвестиции в основной капитал, рост производительности, гарантируя, таким образом, макроэкономическую стабильность. Прозрачность и предсказуемость денежной политики является важной компонентой для достижения ликвидных финансовых рынков и стабилизации потоков капитала. Стабильная макроэкономика придает внутренним и внешним инвесторам больше уверенности в отношении данной экономики и делает их поведение более лояльным.

Иногда утверждается, что ценой политики, направленной на поддержание стабильности цен, является замедление роста. Это действительно наблюдалось в некоторых странах, где в качестве основной цели провозглашалось достижение низкой

инфляции и центральным банкам придавалось больше полномочий для борьбы с инфляцией. Примером может быть Новая Зеландия, когда в 1988 г. она перешла к инфляционному таргетированию, пытаясь сбить 15%-ную инфляцию в середине 1980-х гг. и уже к 1991 г. там инфляция была на уровне 2%, хотя все это имело негативное влияние на рост ВВП и безработицу. То же наблюдалось и в некоторых странах Латинской Америки.

Успех Бразилии в деле макроэкономической стабилизации означает сосредоточение на основных элементах макроэкономической политики: таргетировании инфляции, плавающем обменном курсе и сохранении первичного профицита бюджета – т. е. привлечении доходов в объеме, превышающем расходы до процентных платежей. Безудержная инфляция, продолжавшаяся в течение десятилетий, была, наконец, заторможена в результате денежных реформ, проведенных Кардозо на посту министра финансов в 1994 г., за которыми в 1999 г. последовало введение таргетирования инфляции.

Во всех этих случаях, инфляционное таргетирование рассматривалось как панацея против высокой инфляции вследствие недостаточных полномочий центрального банка. Но если достигнута низкая инфляция, а центробанк имеет достаточно полномочий, это еще не значит, что фокусироваться на стабильности цен, надо допускать потерю динамизма производства. Один из уроков, вытекающий из этого опыта, состоит в том, что инфляционное таргетирование не должно рассматриваться как наилучший вариант кредитно-денежной политики для борьбы с высокой инфляцией. Все зависит от возможности предсказывать инфляцию, а это сделать намного труднее, когда инфляция очень высокая и изменчивая. Неправильный прогноз по инфляции может привести к фиаско в достижении цели (как уже неоднократно было в России). Тем не менее, в некоторых странах (например, Чили и Израиль) инфляционное таргетирование применялось весьма успешно для борьбы с высокой инфляцией и среди академических ученых есть много сторонников такой политики²¹.

Основной задачей центральных банков во многих странах декларировалась борьба с инфляцией. Но сейчас перед ними стоит более трудная миссия: предотвратить перегревы и последующие спады экономик, которые вызваны значительными колебаниями предложения кредитных ресурсов и стоимости активов. Постоянно низкая инфляция, как предполагалось, должна была обеспечить финансовую стабильность, но стабилизация темпов инфляции и объемов производства не привела к стабилизации стоимости активов. Вместо этого, колебания стоимости активов (таких, как акции и недвижимость) за последние двадцать лет только увеличились. Уже очевидно, что низкая инфляция не гарантирует финансовой стабильности. Три крупнейших финансовых «пузыря» мировой экономики за последние 100 лет – в 1920-х и 1990-х гг. в США и в 1980-х гг. в Японии – образовались как раз в период низкой инфляции. На самом деле низкая инфляция может даже поощрять возникновение финансового дисбаланса. Она порождает чрезмерный оптимизм, который способствует необоснованному перегреву кредитного рынка и росту стоимости активов.

Если есть уверенность, что центральные банки полностью контролируют цены, инфляция будет удерживаться на низком уровне – несмотря на рост внутреннего спроса, что избавляет власти от необходимости резко повышать процентные ставки. Это способствует росту кредитов и котировок акций, поскольку компании и население уверены, что благоденствие будет длиться вечно (именно это происходило в США в 1990-х гг.). Экономисты К. Борлио и Ф. Лоу (БМР) предполагают, что надежным способом оценки уязвимости кредитно-денежной политики по отношению к финансовой стабильности является оценка ее «эластичности», а, именно, – оценка того, насколько кредитно-денежная политика позволяет финансовому дисбалансу увеличиваться в период бума⁵¹.

К. Борлио и Ф. Лоу утверждают, что современная комбинация либерализованных финансовых систем (денежного стандарта, не имеющего такого эталона, как золото) и кредитно-денежной политики, нацеленной

исключительно на контроль над краткосрочными показателями инфляции, увеличивает риск возникновения более продолжительной и значительной кредитной экспансии. Это повышает вероятность раздувания долговых и имущественных «пузырей».

Инфляционное таргетирование иногда рассматривается в качестве «якоря», ограничивающего пространство для действий ЦБ. На практике у ЦБ есть возможность действовать по своему усмотрению при реакции на шок, чтобы затем снова вернуть цены к заданному ориентиру. Поэтому теперь такую политику называют «гибкое инфляционное таргетирование». Итак, поддержание низкой и стабильной инфляции не означает вовсе, что краткосрочные колебания производства и безработицы будут игнорироваться денежной политикой. Это значит, что необходимо просчитывать, как инфляция будет воздействовать на макроэкономику и, следовательно, как денежная политика должна меняться в зависимости от её состояния. И это придает политике ЦБ гибкость при реагировании на различные типы шоков. Кроме того, независимость и эффективность денежной политики повысятся, т. к. будут более реалистичные ожидания того, какие цели должна достигнуть денежная политика, а именно, – низкой инфляции (точнее, её будущего, а не текущего уровня). Наконец, прозрачность денежной политики позволит участникам финансового рынка действовать в более прогнозируемом окружении, зная, что за действием рынка не стоят политические решения.

Но при этом, необходимо отметить, что сам по себе такой режим не дает карт-бланш только центральным банкам; он часто рассматривается как часть пакета мер, нацеленных на создание более сильных институтов. Это основа для политиков, берущих на себя обязательства достигнуть стабильности цен и проводить более строгую бюджетную политику. Таким образом, хотя инфляционное таргетирование не является панацеей для макроэкономики, но оно может служить катализатором проведения более широкого круга реформ, повышая ответственность центрального банка и позволяя в целом достигнуть лучших макроэкономических результатов.

10.4. Дилемма денежно-кредитной политики в условиях открытой экономики

На практике инфляционное таргетирование ставит перед ЦБ множество проблем в странах с формирующимися рынками. Одна из них – это растущая волатильность потоков капитала. Действительно, нежелательная волатильность может «загнать» денежную политику в угол – например, во многих азиатских странах, в которые притекал капитал в период 2005–2007 гг., наблюдался рост инфляции, но центральные банки не стали повышать процентные ставки, поскольку они опасались дальнейшего усиления притоков капитала. Укрепление валюты, в таком случае, служит амортизатором роста цен, но многие эти страны не позволяют своим валютам сильно укрепляться. Все это усложняет проблему⁵².

Еще одна проблема – это трудность разделить долго-и краткосрочные спекулятивные притоки. К сожалению, всякий контроль за капиталом не только неэффективный, но и контрпродуктивный шаг. Например, Таиланд в декабре 2007 г. пытался ввести налог на краткосрочные портфельные притоки. Реакция рынка была незамедлительной: за один день он «просел» более чем на 15%, что вынудило правительство отменить контроль.

Каковы варианты политики для СФР, которые сталкиваются с такими обстоятельствами, и насколько они различаются для разных экономических систем? Перед лицом огромного притока капитала, у центробанков есть несколько вариантов контролировать инфляцию. Во-первых, позволить валютному курсу укрепляться. Гибкость валютного курса облегчает приспособление к изменчивости мировых цен, а денежная политика фокусируется исключительно на цели инфляции. Издержки такой политики несет частный сектор, которому приходится хеджировать свои валютные позиции. Во многих СФР недоразвитость финансовых рынков означает, что валютные деривативы и другие инструменты хеджирования могут быть недоступны, что ложится

особенно тяжелым бременем на малый и средний бизнес, у которого нет выбора для хеджирования через доступ к международным финансовым рынкам.

Во-вторых, проводить интервенции против укрепления валюты. В некоторых СФР центральные банки агрессивно вмешиваются в функционирование валютного рынка, чтобы предотвратить чрезмерную волатильность в случае нежелательного отклонения валюты от её фундаментальных значений. Но продолжительное вмешательство может вызвать быстрое накопление резервов, что подвергает центральные банки валютному риску по балансу и потенциально они могут нести большие издержки по резервным портфелям. Кроме того, у центрального банка появляется дополнительное бремя по стерилизации лишних эмитированных денег, чтобы предотвратить денежную нестабильность. Эта процедура имеет квази-фискальные издержки, поскольку доходность по бондам, которые он использует как инструмент стерилизации обычно выше, чем он зарабатывает на ликвидных инструментах, таких, как казначейские векселя правительств развитых стран, в которые обычно размещаются резервы.

В-третьих, вводить ограничения на приток капитала, при том, что де факто финансовая открытость растет. Селективный контроль в отношении нежелательных потоков находится в ведении центробанков, но, все равно, находят лазейки, чтобы обойти этот контроль. Всеобъемлющий контроль имеет значительные издержки для экономики и быстро теряет свою эффективность. Но вопрос остается открытым: насколько контрпродуктивным является сохранение контроля и стремление изолировать себя от изменчивых потоков капитала.

В-четвертых, уменьшать ограничения на оттоки капитала. Это привлекательная альтернатива, чтобы уравновесить притоки и снять давление на валюту. Существует и другие косвенные выгоды финансовой открытости, включая внутреннее финансовое развитие и возможности для

версификации портфелей для внутренних инвесторов. Но проблема в том, что поскольку контроль ослабляется в хорошие времена, его трудно будет ужесточить в плохие времена, когда инвесторы меняют свои ожидания относительно перспектив экономики и начинают выводить средства. Это значит, что открытие баланса капитала должно быть процессом регулируемым, а не делаться одним залпом⁵³.

Углубление финансового кризиса во второй половине 2008 г. показало переменчивость потоков капитала в СФР, в которых после длительного периода притоков начались значительные оттоки. При этом значительное обесценение валюты является разрушительным для этих экономик, особенно если у них большой внешний долг в иностранной валюте. Вероятно, в связи с этим, в фокусе внимания должно быть управление валютой с целью недопущения её коллапса.

До начала финансового кризиса многие СФР показывали хороший рост по сравнению с развитыми экономиками (их торговыми партнерами), поэтому их валюты реально укреплялись. Но что относительно выгоднее: рост реального курса через рост номинального курса или через инфляцию? Некоторые экономисты считают, что лучше, когда валюта недооценена (т. е. номинальный курс отстает от темпов роста внутренних цен), т. е., управляя номинальным курсом можно контролировать инфляцию. Но при этом надо четко знать, а какой канал трансмиссии денежной политики преобладает в СФР: процентные ставки или валютный курс?

Здесь опять встает вопрос, что лучше для ЦБ: придерживаться гибкой и прагматичной политики, либо жестко регламентированной различными правилами. Например, центральный банк Индии имеет цель по инфляции, но время от времени активно управляет валютным курсом. Такая политика дает определенную степень операционной свободы ЦБ, поэтому участники рынка все время теряются в догадках относительно будущих действий ЦБ. Но, в тоже время, обратной стороной этого является определенная непредсказуемость

результатов действия властей, поэтому реакция рынка на любое действие политиков может быть чрезмерной. Это уменьшает эффективность действия трансмиссионного механизма и в целом увеличивает общую неопределенность, что не может рассматриваться как позитив как с точки зрения сдерживания инфляционных ожиданий, так и с точки зрения поддержания роста и стабильности.

В последние годы при проведении своей денежно-кредитной и курсовой политики Банк России старается обеспечить достижение двух целей. Первая – снизить инфляцию. Вторая – не допустить резкого укрепления реального курса рубля, что может привести к ухудшению условий развития реального сектора экономики и снижению темпов экономического роста. Это усложняет задачу Центрального банка РФ, т. к. в принципе эти две цели являются «противоречивыми». Так, можно резко снизить инфляцию, прекратив наращивание валютных резервов и остановив тем самым рост денежной массы. Однако при этом произойдет значительное укрепление реального курса рубля со всеми негативными последствиями. Поэтому при проведении денежно-кредитной политики Банку России приходится избегать крайностей и находить баланс при достижении двух названных противоположных целей.

Целый ряд вопросов возникает по поводу сложного характера взаимоотношений между денежной политикой и финансовыми рынками. Как денежная политика должна реагировать на финансовые пузыри? Существует ли конфликт целей между денежной политикой и поддержанием финансовой стабильности? Какой должна быть оптимальная регулирующая структура для банков и других финансовых институтов – лучше ли, если ЦБ не будет прямым регулятором банков, и, таким образом, будет свободен в проведении своей КДП и не будет беспокоиться о её последствиях для банковской системы?

Когда угроза кризиса в 2007–2008 гг. стала более явной, центробанки не могли игнорировать состояние банковской систе-

мы. События, связанные со спасением американского инвестиционного банка Bear Stearns и банкротство английского банка Northern Rock показали, что единого рецепта в таких случаях нет – действия ФРС США получили одобрение, а репутация Банка Англии была «подмочена», хотя он не является регулятором банков. В августе 2007 г. ЕЦБ первым из центробанков признал всю серьезность нарастающих на финансовых рынках проблем и немедленно начал выброс ликвидности, предоставив европейским банкам около 136 млрд долл. кредитов, тогда как до этого кризиса считался оплотом консервативной политики по борьбе с инфляцией.

Примечания к разделу III

1. См.: Globalization, Growth, and Poverty: Building an Inclusive World Economy. N.Y., 2002.
2. Мы отобрали те страны с формирующимися рынками из каждого региона, которые в недавнем прошлом уже испытали финансовый кризис. К тому же, эти страны отличаются высокой зависимостью от мировых рынков. Среднедушевой доход (ППС) составляет не менее 10 тыс долл.
3. Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Debt Intolerance // NBER Working Paper. No.9908. Cambridge, 2003. URL: <http://www.nber.org/papers/w9908.pdf>.
4. IMF. Sustainability Assessments: Review of Application and Methodological Refinements. 2003, June 10. P.130. URL: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sustain/2003/061003.pdf>.
5. World Bank Quarterly External Debt Database. URL: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=12&id=4&CNO=1069>.
6. См.: World Bank. Europe & Central Asia: Regional Data from the WDI Database. April 2009. Wash., 2009. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTECA/Resources/turmoilat20-summary.pdf/>
7. IMF. World Economic Outlook Database for October 2007. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/index.aspx>.
8. Резервы иностранной валюты в СФР увеличились на 1 марта тридцать три млрд долл. в 2007 г. по сравнению с 634 млрд долл. в 2006 г. и приблизительно 400 млрд долл. В 2005 г. на страны БРИК приходилось 2/3 этого увеличения: 462 млрд долл. в Китае, 169 млрд долл. в РФ, 96 млрд долл. в Индии и 94 млрд долл. в Бразилии. Резервы СФР увеличились в относительном выражении с 23% ВВП в 2006 г. до 27% в 2007 г. См.: IMF. Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness. April 2008. Wash., 2008. P. 37.
9. См.: Hanson J. Dollarization, Private and Official: Issues, Benefits, and Costs // Financial Sector Policy for Developing Countries. Oxford, 2002. P.129–170.

10. См.: IMF eLibrary – Data. URL: <http://www.imfststatistics.org>.

11. С 2005 г. агентство Fitch публикует полугодовые отчеты «Системные риски в банковском секторе» с макропруденциальным индикатором (MPI) и индикатором банковской системы («BSI»). BSI имеет уровни от «А» (очень высокое качество) до «Е» (очень низкое качество). MPI дает оценку по шкале, имеющей уровни от «1» (низкий) до «3» (высокий).

12. BIS. 67th Annual Report. 1997, 9th June. Basle, 1997. P. 118-140. URL: <http://www.bis.org/publ/ar67f01.pdf>.

13. Frankel J.A., Rose A. Currency Crashes in the Emerging Markets: an Empirical Treatment // *Journal of International Economics*. 1996. Vol.41/3. P.351–366.

14. Martin P., Rey H. Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash? // NBER Working Paper. No.11550. Cambridge, 2005. URL: <http://www.nber.org/papers/w11550.pdf>.

15. См.: BIS. Financial Stability in Emerging Market Economies. Basel, 1997. P.61. URL: <http://www.bis.org/publ/gten02.pdf>.

16. McKinnon R.I., Pill H. Credible Economic Liberalization and Over borrowing // *American Economic Review*. 1999. Vol. 89/2. P. 187–193.

17. Greenspan A. Remarks by the Chairman of the Federal Reserve Board of Governors of the FRS before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, 1999, 29 April, Washington. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990429.htm>.

18. Bussiere M., Mulder C. External Vulnerability in Emerging Market Economies // IMF Working Paper No.99/46. Wash., 1999. P.15–17. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9946.pdf>.

19. Frankel J.A. Coping with Crises in Emerging markets: Adjustment versus Financing // *An International Finance Reader*. L., N.Y., 2003. P.335.

20. Caves R., Frankel J.A., Jones R. World Trade and Payments / 9th ed. Boston, 2002. P. 520–526.

21. См.: Grilli V., Masciandro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries // *Economic Policy*. 1991. No.13. P.341–392.

22. Anone M., Lorens B.J., Segalotto J.F. Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economies // IMF Working Paper. No.06/227. Wash., 2006. P.44. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06227.pdf>.

23. Cukierman A., Miller G.P., Neyapti B. Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies: An International Perspective // *Journal of Monetary Economics*. 2002. Vol.49. P. 237–264.

24. См.: Carstens A., Jácome L.I. Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges // IMF Working Paper. No.05/114. Wash., 2005. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05114.pdf>.

25. См.: Canales-Kriljenko J.I., Coulibaly B., Kamil H. A Tale of Two Regions // *Finance & Development*. 2010. Vol.47. No.1. P.35–36. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/canales.pdf>.

26. Jácome L.I., Vázquez F.F. Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean // IMF Working Paper. No.05/75. Wash., 2005. P.24. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0575.pdf>.
27. См.: BIS. Central Banks and the Challenge of Development. Basel, 2006. URL: <http://www.bis.org/events/cbcd06.pdf>.
28. Mboweni T. The Global Economy and Central Banking in Africa. P.2. <http://www.bis.org/review/r041117d.pdf>.
29. См.: Dibeh G. The Political Economy of Central Banking in the MENA Region with Special Reference to Lebanon // Monetary Policy and Central Banking in the Middle East and North Africa. L., 2009. P.9–26.
30. См.: Gisolo E. The Degree of Legal Central Bank Influence in MENA Countries // Ibid. P.27–55.
31. См.: Goodfriend M., Prasad E. A Framework for Independent Monetary Policy in China // IMF Working Paper. No.06/111. Wash., 2006. P.33–34. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06111.pdf>.
32. См.: Reserve Bank of India. Report of the Advisory Group on Transparency in Monetary and Financial Policies. September 2000. P.18–21. URL: <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/15867.pdf>.
33. Cavioloi A., Rajan R. Should Emerging Economies like India Adopt Inflation Targeting Arrangements? // Asia EconoMonitor. 2008, June 3. URL: <http://www.economonitor.com/blog/2008/06/should-emerging-economies-like-india-adopt-inflation-targeting-arrangements>.
34. A Hundred Small Steps: Report of the Committee on Financial Sector Reforms in India. New Dehli, 2009. P.5. URL: http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/rep_fr/cfsr_all.pdf.
35. Mishkin F. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? // NBER Working Paper No.10646. Cambridge, 2004. P.4. URL: <http://www.nber.org/papers/w10646.pdf>.
36. Eichengreen B. Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target? // Banco Central do Brasil Working Paper. No.36. Brasilia, 2002. P.4–5. URL: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps36.pdf>.
37. См.: Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises // Journal of Money, Credit, and Banking. 1979. No.11. P.311–325. URL: <http://www.scribd.com/doc/41826614/1979-Krugman-A-Model-of-Balance-Of-Payments-Crises>.
38. М. Обстфельд подчеркивает, что защита фиксированного курса обойдется дороже, если рыночные участники настроены весьма пессимистично. Например, кредиторы (держатели долговых бумаг) могут потребовать высоких процентных ставок в ожидании девальвации. См.: Obstfeld M. Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features // European Economic Review. 1996. Vol. 40. P.1037–1047.
39. См.: Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C.M. Leading Indicators of Currency Crises // IMF Working Paper No. 97/79. P. 5. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9779.pdf>.

40. См.: Esquivel G., Larrain F. Explaining Currency Crises / Harvard Institute for International Development, June 1998. URL: <http://www.cid.harvard.edu/archive/hiid/papers/explainfinal.pdf>.

41. Илларионов А. Мифы и уроки августовского кризиса. URL: http://www.iea.ru/article/publ/vopr/1999_11.pdf.

42. Трунин П., Кибилицкая Т. Мониторинг финансовой стабильности в РФ, странах с переходной экономикой и развивающихся странах (IV квартал 2009). URL: <http://www.iep.ru/ru/monitoring-finansovoi-stabilnosti-v-rf-strana-s-pere-odnoi-ekonomikoi-i-razvivayuschi-sya-stranaiv-kvartal-2009.html>.

43. Frankel J.A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times // NBER Working Paper. No. 7338. Cambridge, 1999. P.7. URL: <http://www.nber.org/papers/w7338.pdf>.

44. См.: Goodfriend M., King R. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomics Annual. Cambridge, 1997. P.231–283; Woodford M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton, 2003. P.534–559.

45. См.: Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates // Canadian Journal of Economics 1963. Vol.29. P.475–485. URL: <http://www.sonoma.edu/users/e/eyler/426/mundell2.pdf>.

46. Eichengreen B. Strengthening the International Financial Architecture // An International Finance Reader. L., N.Y., 2003. P. 65–86.

47. См.: De la Torre A., Yeyati E.L., Schmukler S.L. Financial Globalization: Unequal Blessings // World Bank Policy Research Working Paper. No.2903. Wash., 2002. URL: http://www-wds.worldbank.org/servelet/WDSContentServer/WDSP/IB/2002/11/01/000094946_0210180511052/Rendered/PDF/multi0page.pdf.

48. Levin A.T., Natalucci F.M., Piger J.M. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting // Federal Reserve Bank of St Louis Review. 2004. No.86(4). P.52. URL: http://research.stlouisfed.org/publications/review/04_07/LevinNatalucciPiger.pdf.

49. См.: Jonas J., Mishkin F.S. Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects // NBER Working Paper No.9667. Cambridge, 2003. URL: <http://www.nber.org/papers/w9667.pdf>.

50. См.: Mishkin F.S., Schmidt-Hebbel K. Does Inflation Targeting Make a Difference? // NBER Working Paper No.12876. Cambridge, 2007. URL: <http://www.nber.org/papers/w12876.pdf>.

51. См.: Borio C., Lowe P. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring The Nexus // BIS Working Paper. No.114. Basel, 2002. URL: <http://www.bis.org/publ/work114.pdf>.

52. См.: Mishkin F.S. Inflation Targeting in Emerging-Market Countries // American Economic Review, Papers and Proceedings. 2000. Vol.90(2). P. 105–109.

53. Prasad E., Rajan R. A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization // NBER Working Paper. No.14051. Cambridge, 2008. P. 25–26. URL: <http://www.nber.org/papers/w14051.pdf>.



ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В теоретической части нашей работы в фокусе внимания было изучение внутренних механизмов нарастания системных финансовых кризисов. Для нас было важно показать, что именно структурные особенности финансовой системы обуславливают накопление системных рисков и системный характер происходивших финансовых кризисов. Как известно, существует два основных типа финансовых систем: 1) основанной на институтах финансового посредничества (банков); 2) основанной на рыночном механизме привлечения финансовых ресурсов через фондовые рынки. Если для первой системы характерными будут риски ликвидности и распространения кризиса от одного института к другому, то во втором случае на первый план выходит проблема информационной асимметрии. Подобное отличие закономерно и следует из структурных особенностей двух систем.

Различные формы организации финансового сектора порождают специфические стимулы для поведения участников, составляющие основу системных рисков. Особенностью формирования рисков является то, что по отдельности каждый из участников, действуя по единственно верному с его позиции сценарию, максимизирует свою прибыль или минимизирует издержки. В то же время, суммарно, действия всех участников ведут к реализации системного риска. Примерами подобного феномена могут служить панические изъятия банковских вкладов или стадное поведение на рынке ценных бумаг.

Для стран с формирующимися рынками основными причинами системной уязвимости, на наш взгляд, являются следующие особенности сложившихся внутренних финансовых систем. Во-первых, это институциональные факторы, т. е., слабые законодательные и пруденциальные механизмы регулирования; во-вторых, повышенная сте-

пень долларизации и зависимость от внешних источников финансирования; в-третьих, это политические факторы, связанные с ошибками в денежно-кредитной и финансовой политике, объясняющих их повышенную финансовую уязвимость. Так, в работе показано влияние макроэкономической политики на устойчивость банковского сектора.

Результаты эмпирического анализа происхождения финансового кризиса, проведенного во втором разделе, позволили сделать ряд важных выводов. Эмпирическая проверка факторов финансовых кризисов была осуществлена по выборке из 29 стран СФР за период 1992–2002 гг., на основе использования многовариантной логит-модели системного банковского кризиса. Среди факторов, влияющих на вероятность происхождения кризиса – темпы роста реального ВВП, в т.ч. подушевого дохода; обеспеченность широкими деньгами (M2) золотовалютными резервами, а также ряд индикаторов по банковскому и корпоративному секторам, входящих в перечень показателей финансовой устойчивости (ПФУ): достаточность капитала, качество активов, рентабельность капитала, уровень левереджа. Коэффициенты при этих объясняющих переменных оказались значимыми и их можно использовать при оценке вероятности банковского кризиса по отдельным странам за различный период, в т.ч., в прогнозах.

Единственным ограничением этих моделей для предсказания банковских кризисов является, с одной стороны, изменяющиеся условия их происхождения, и, с другой стороны, ошибки в прогнозных значениях, объясняющих переменных. Поэтому, такие модели не должны подменять другие методы, используемые в финансовом мониторинге.

Нехватка данных по кризисным эпизодам – главное препятствие в использовании моделей, которые оценивают такие события и пытаются установить ведущие индикаторы. Например, исследователи вынуждены предполагать, что параметры, характеризующие поведение определенных переменных, приводящее к кризисной ситуации,

схожи как по времени, так и по странам. Но такие допущения могут быть не всегда верны, учитывая, что: 1) кризисы происходят в различных институциональных условиях; 2) произошли драматические изменения в финансовых системах развитых и развивающихся странах за последние десятилетия; 3) растет интеграция глобальных рынков. Уровни порогов, которые приемлемы для определенных переменных, вероятно, будут различаться по странам и могут со временем измениться для одной и той же страны. Недостаток некоторых данных делает трудным, если невозможным, протестировать такие предположения.

С теоретической точки зрения связь реального и финансового секторов экономики неоднозначна и ее активное изучение началось сравнительно недавно. Было замечено, что финансовые циклы (кредитные бумы/крахи) и бизнес-циклы развиваются практически синхронно, а концепция финансового акселератора объясняет этот феномен посредством раскрытия механизма положительных прямых и обратных связей между ними, действующих опосредованно через балансовый канал. Ухудшение макроэкономического окружения негативно влияет на балансы компаний, банков, правительств, а через этот канал ситуация в экономике еще больше ухудшается, приводя к рецессии.

Вопрос о наличии причинной зависимости между уровнем финансового и экономического развития остается открытым, хотя и растет количество эмпирических исследований, говорящих о ее присутствии. Одна из гипотез, которую мы тестируем в нашем исследовании утверждает, что финансовая либерализация не приводит к устойчивому экономическому росту, а этот прогресс имеет т.н. «ухабиистость», т. е. развивается через периодические бумы и крахи и это было продемонстрировано нами на выборке стран СФР за 1980–1990-е гг. Частота происходящих кризисов обычно измеряется отрицательным скосом реальных темпов роста кредита (левосторонняя асимметрия в распределении темпов роста кредита в % ВВП), что характерно

для стран со слабой институциональной основой финансовой системы. Это утверждение вытекает из межстрановых данных для таких экономик за рассматриваемый период.

Выводы на основе проведенного анализа позволяют выбрать такие направления финансовой политики, которые менее кризисо-опасны. Это касается и режимов валютных курсов, и методов проведения денежно-кредитной политики с целью борьбы с инфляцией; и управление темпом роста кредита, проводя контрциклическую монетарную политику и вводя контрциклические пруденциальные требования для коммерческих банков по ликвидности и капиталу. В общем, финансовое регулирование и надзор, а не монетарная политика, обеспечивают более точно нацеленные инструменты для решения проблем сверхкредитования. Усиление финансовой стабильности через регулирование и надзор оставляет монетарной политике свободу действий для того, чтобы иметь возможность сконцентрироваться на стабильном экономическом росте и инфляции, для чего она больше подходит. Не следует категорически отвергать использование монетарной политики для уменьшения финансовых дисбалансов, с учетом потенциального ущерба от них; необходимо вести наблюдение за финансовыми условиями в поисках признаков таких дисбалансов. Однако, где только возможно, надзор и регулирование должны быть первой линией обороны против потенциальных угроз финансовой стабильности.

Наиболее перспективным в финансовом мониторинге для оценки уязвимости на макроуровне нам представляется использование балансового подхода, т. е. оценка несоответствий по агрегированным балансам коммерческих банков, официального сектора (ЦБ и Правительства), корпоративного (нефинансового сектора) и сектора домашних хозяйств. Именно при таком подходе, когда в основу лежат не только анализ потоков, но и анализ запасов, позволяет выявить первостепенные риски (кредитные, ликвидности, валютные и пр.). Некоторые такие структурные показатели для оценки

макрорисков (на уровне все системы) мы используем в нашем анализе (соотношение активов и обязательств по балансу ЦБ, чистая инвестиционная позиция банковского сектора, соотношение краткосрочного долга и золотовалютных резервов государства и уровень леввереджа в корпоративном секторе).

Степень воздействия макроэкономической политики на банковскую систему уже неоднократно была объектом научного исследования у отечественных и зарубежных исследователей. Нами в работе был рассмотрен лишь такой аспект, как выбор режима валютного курса с точки зрения его влияния на уязвимость к внешним шокам. В качестве рекомендации с точки зрения поддержания финансовой стабильности в долгосрочном периоде предложено постепенно двигаться к более гибкому валютному курсу по мере достижения более низких ориентиров по инфляции.

Анализ причин финансовых кризисов в СФР за последние четверть века позволяет извлечь и некоторые уроки того, как будущие кризисы, подобные этим, можно избежать и что необходимо сделать, когда такие кризисы все же случаются. Первый урок состоит в том, что существует сильный довод в пользу вмешательства правительства, чтобы вернуть финансовую систему в прежнее состояние: для СФР это потребует вмешательства международного кредитора на крайний случай. Второй урок – в том, что хотя приток капитала может способствовать кризису, но он сам по себе является симптомом, нежели основной причиной кризиса. И поэтому контроль за притоком капитала вряд ли будет полезной мерой, чтобы избежать кризиса. Третий урок – в том, что выбор макроэкономической политики должен быть обусловлен состоянием финансового сектора.



ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Банковские системы стран: краткая история развития

Бразилия Структура бразильского банковского дела и ее развитие находятся под влиянием учреждений, которыми управляет правительство. В 1996 г. Caixa Econômica Federal и Banco do Brasil (практически полностью управляемые федеральным правительством) получили приблизительно 33% акций активов всех коммерческих и сберегательных банков, а также банков развития.

В настоящее время, в Бразилии функционирует приблизительно 180 частных коммерческих банков (включая банки широкого спектра деятельности), при этом почти у 80 из них депозиты превышают 100 млрд долларов. В дополнение к коммерческим банкам существует приблизительно 30 коммерческих правительственных банков развития и банков общественных сбережений, а также выдачи ссуд учреждениям, 20 Инвестиционных банков, и многие другие финансовые учреждения. Это — нормальная практика в условиях рынка, для поддержания банковских отношений с достаточным числом различных банков и в целях обеспечения доступа к нескольким альтернативным источникам финансирования.

В Бразилии главным контролирующим экономику страны органом является Национальный совет по финансам. В его прерогативу входит осуществление контроля над курсом национальной валюты, платёжеспособности и ликвидности финансово-кредитных учреждений. Центральный банк страны подотчётен Совету и обязан исполнять его распоряжения вплоть до указаний об эмиссии банкнот.

Банковский сектор страны в значительной степени представлен государственными банками, которые, как и в большинстве других стран, постоянно испытывают трудности. Основной причиной финансовых трудностей бразильских госбанков является их подчинение губернаторам штатов. Такая зависимость позволила правительствам штатов получать у госбанков кредиты, многие из которых не возвращались. В отличие от частных банков госбанки имеют низкий уровень капитализации и рентабельности. Серьезный системный кризис госбанков случился в 1995 г. После кризиса основными мерами по увеличению объемов кредитования стало усиление конкуренции в банковском секторе вследствие приватизации госбанков, прежде всего принадлежащих правительствам штатов, и осуществления программы помощи частным банкам Proer. Так, в 1997 г. частный банк «Итау» приобрел за 311 млн реалов банк штата Рио-де-Жанейро («Банко Банержи»), положив начало приватизации государственных финансово-кредитных учреждений.

Сегодня реформа банковской системы Бразилии проводится также при активном участии государства. И хотя в последние годы заметно возросло влияние частных банков в кредитно-финансовой сфере страны, объемы активов которых (Banco Bradesco, Banco Itaú) сравнимы с активами банков с государственным участием, последние, как правило, превосходят частные банковские структуры (доля кредитов, предоставляемых государственными кредитными учреждениями, в общей сумме кредитов превосходит 50%).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Ключевую роль в финансировании долгосрочных капиталовложений и федеральных программ играют государственный Национальный банк экономического и социального развития, ведущий бразильский коммерческий банк с государственным участием – «Банко до Бразил» и Федеральный сберегательный банк.

Национальный банк экономического и социального развития (BNDES) был создан в 1952 г. в целях обеспечения долгосрочного финансирования проектов, связанных с ростом национальной экономики и социального сектора, а также развитием рынка капиталов и финансированием экспортных операций через программу кредитных линий BNDES-Exim. Сегодня BNDES по размеру активов (более 50 млрд долл.) – один из ведущих бразильских банков.

На сегодняшний день банковская система Бразилии характеризуется высокой концентрацией капитала: на 10 крупнейших банков приходится порядка 80% активов, 82% депозитов, 75% кредитов*.

По сложившейся в Бразилии традиции ведущие частные банки являются головными предприятиями разветвленных банковских конгломератов, в состав которых обычно входят коммерческий банк, специализированные финансовые и страховые компании, инвестиционные фонды (Banco Bradesco, Banco Itaú, Unibanco).

С середины 80-х г. XX в. ведущие банковские группы стали расширять свое участие в промышленности и других отраслях экономики. Сейчас они представлены во всех сферах, где осуществляются инвестиции. Вместе с тем, процесс слияния банковского и промышленного капитала находится в Бразилии еще на относительно ранней стадии.

На отмену ограничений деятельности иностранных банков правительство Бразилии пошло в 1995 г. в рамках курса на стабилизацию банковского сектора. Надеясь увеличить капитализацию банковской системы страны, правительство Бразилии разрешило иностранцам участвовать в приватизации государственных и покупке местных неплатежеспособных частных банков. Предполагалось, что с увеличением доли «иностранцев» возрастет эффективность банковской системы, усилится конкуренция среди финансовых институтов, улучшится техническая база, появятся развитые технологии и методики.

За период с 1995 по 2005 г. доля иностранных финансовых институтов в капитале банковской системы Бразилии многократно выросла (с 9,6 до 28,7%), но все же они не смогли занять доминирующих позиций на банковском рынке страны. Из 14 крупнейших банков, контролирующих 89% всех активов, только шесть принадлежат иностранным инвесторам, среди которых – ABN Amro Bank, HSBC, Citibank и Bank of Boston. Крупнейший из них занимает лишь шестое место после трех частных и двух государственных национальных банков.

Не улучшило иностранное присутствие и ситуацию с кредитными ресурсами – их по-прежнему недостаточно. Доля кредитов, выданных всеми банками страны нефинансовому сектору в 2004 г., осталась на уровне 1993 г. и составила 29% ВВП. Рост кредитов, выданных иностранными банками, идет в основном за счет замещения кредитных портфелей приобретенных ими слабых местных банков. Ныне удельный вес «иностранцев» в кредитном портфеле всего банковского сектора не превышает 22%.

О трудностях, с которыми сталкиваются в Бразилии иностранные банки, свидетельствует, в частности, тот факт, что последние время несколько сократился их удельный вес в банковской системе страны. По мнению ряда экспертов, они пока не прошли фазу адаптации после покупки местных банков, проблемы которых оказались более серьезными, чем предполагалось.

Мексика Банк Мексики – основной регулирующий орган кредитно-банковской деятельности. Контрольные функции закреплены за Национальной банковской комиссией и Комиссией по координации деятельности национальных кредитных институтов. В 1977 г. усилилась роль Банка Мексики в ориентации частных банков на производственный кредит.

Если функция главного монетарного центра и основного регулирующего органа кредитно-банковской деятельности – функции, свойственные всем центральным банкам как институту, то Банк Мексики выполнял еще и специфическое назначение по выполнению хозяйственных задач. При Банке Мексики созданы специальные фонды: гарантийный фонд кредитов для жилищного строительства, фонд банковских операций по жилищному строительству, фонд по промышленным издержкам.

Одним из главных институтов регулируемой экономики эпохи госкапитализма (с 1930-х гг.) становились банки развития, входившие в государственный сектор экономики. Средства банков развития созданы государством подпиской на акции и бонды на внутренних и внешних рынках, прямыми бюджетными ассигнованиями, субсидиями, кредитами центрального банка и иностранными займами.

Крупнейшим и первым по значимости учреждением такого рода в Мексике становится банк-корпорация «Насьональ финасьера С.А» (НА-ФИН) – национальная инвестиционная компания-банк, размещающая государственные облигации, акции частных фирм. С 1941 г. финасьера стала банком развития промышленности. Впоследствии ей добавились функции депозитария, ипотечного банка и банка-гаранта. НАФИН – прообраз госбанков-корпораций других стран, входит в сотню мировых инвестиционных банков.

Сектор частных финансовых организаций в 1979 г. был представлен частными коммерческими банками (87 ед.), коммерческими банками со смешанным частным и государственным акционерным капиталом (58 ед.), один иностранный банк, ипотечные банки (18 ед.), финасьерас (82 ед.), фондовые биржи (3 ед.).

Исторически в Мексике сложилось две формы собственности: собственность олигархических семейно-родственных групп и анонимная акционерная собственность. Здесь заложено зерно двойственности, потому что фиктивный капитал стремится на биржу, олигархический – к монопольной финансово-промышленной власти. Это глубинная особенность мексиканского капитала. Олигопольный характер рынка ссудных капиталов усилила реформа банковской системы в 1975 г., призванная укрепить банковский сектор. По проекту укрупнения банков и универсализации кредитного дела 30 банков (91% пассивов) получили статус мультибанков. Универсальные банки – новая модель кредитного учреждения. Это лидеры, выделяющиеся из большого количества конкурирующих учреждений и поглотившие другие структуры. Эти современные банки сами способны предложить то, что ра-

ПРИЛОЖЕНИЯ

нее было под силу многочисленным банкам. Среди них: «Банко де комерсио» (Банкомер), «Банко насьональ де Мехико» (Банамекс), «Комермекс», «Серфин». Появились новые «Мультибанко меркантиль де Мехико», «Унибанко». В рамках «перестройки» сливались универсальные банки государства. Мультибанки «Банкомер», «Банамекс», «Серфин», «Комермекс», «Группа интернасьональ НАФИН», «Сомекс» сосредоточили 75% пассивов, а в четырех первых – 65% общих активов коммерческих банков. Десять институтов имели 85,7% банковских средств. Высокая концентрация банковской деятельности отражается в результатах двух банковских групп BBVA Bancomer и Banamex, которые привлекают 43,7% вкладов, выдают 43,3% кредитов и получают 53,7% прибыли банковского сектора Мексики.

Уязвимость банковской системы Мексики, проявившаяся во время финансового кризиса 1995 г. и последовавшего экономического спада, явилась следствием необдуманной политики кредитования накануне девальвации песо в декабре 1994 г. и нездоровой привычки банков предоставлять займы собственным акционерам.

Несмотря на финансовый кризис, иностранные банки наращивали своё присутствие в Мексике. В начале 1998 г. в стране насчитывалось 20 иностранных банков и 75 представительств. Инобанки контролировали 15% всех банковских активов и одну треть всех корпоративных кредитов, и их активность постоянно нарастала. Этот приток инобанков объясняется их уверенностью, что относительно слабо развитая банковская система страны будет расти темпами, опережающими темпы роста экономики. Более тесная интеграция с финансовыми системами промышленно развитых стран позволяет местным банкам заимствовать более высокие стандарты бухучёта, управления рисками и подготовки отчётности. В течение 1990-х гг. в Мексике значительно улучшились стандарты бухучёта, что позволяет инвесторам оценивать рискованность потенциал того или иного банка.

Аргентина Современная банковская система Аргентины сформировалась в начале 1990-х гг., в период, связанный со значительным притоком в страну иностранных инвестиций. Позитивную роль при этом сыграла отмена ограничений на доступ иностранного капитала в национальную банковскую систему. Банковская система Аргентины включает в себя: ЦБ (Banco Central de la República Argentina), государственные и частные коммерческие банки, включая иностранные банки, банки развития, официальные провинциальные и муниципальные банки.

Центральный банк Аргентины (создан в 1935 г.) – хранитель золотовалютных резервов, монетарный центр, «кредитор последней инстанции», банк банков. Он выполняет операции на открытом рынке и размещает облигационные займы на мировом рынке еврокредитов. Банк был создан с представительством частных акционеров в 1935 г. при содействии Финансовой миссии Англии и ее экспортного банка. Национализация ЦБ проведена в 1946 г. под влиянием аналогичной политики в развитых странах.

Госбанки – основной локомотив индустриализации. Первым по значимости среди них являлся Промышленный банк, созданный в 1944 г. для кредитования новых промышленных отраслей и для предоставления гарантий по иностранным кредитам. Позднее его преобразовали в Национальный Банк развития (Банко де ла насьон Аргентина). Этот банк выдавал ссуды на

капитальные вложения (24%), пополнение оборотного капитала (34%), инвестиции в госпредприятия (37%). Были и краткосрочные кредиты

В рамках политики регионального развития создавались муниципальные и региональные банки развития (штатов, провинций, районов) для расщелоточения банковской сети и вовлечения районов в банковский оборот. Крупнейшим из региональных банков стал инвестиционный банк провинции Санта-Фе. Он выдавал ссуды и гарантии по кредитам, осуществляя операции с ценными бумагами. В 1969 г. создана финансовая корпорация регионального развития КОФИРЕНЕ (инвестиционный банк для провинций). В сектор государственных кредитных учреждений входили и фонды специального кредита

С 1980 г. либерализация режима иностранных инвестиций усилилась: нерезиденты могли свободно покупать акции местных компаний на сумму до 2 млн долл., создавать смешанные банки. Доля иностранного банковского капитала на национальном ссудном рынке ориентировочно достигла 15%. В ходе реорганизации кредитно-банковской системы происходил «передел» собственности в пользу частного сектора, что соответствовало общей линии правительства на ограничение непосредственного вмешательства в экономику и проведение масштабной приватизации. На долю частных кредитно-банковских учреждений приходится 67% депозитов.

В 1990-е – начале 2000-х гг. в Аргентине активно протекал процесс концентрации и централизации банковского капитала. Наблюдалось слияние или закрытие мелких и средних кредитно-банковских учреждений. Правительство широко использовало механизм санации для приобретения их активов и последующей продажи крупным банкам. В результате, если в 1994 г. в стране насчитывалось 205 кредитно-банковских учреждений, то к 2001 г. их оставалось только 87 (в т.ч., госбанки – 13 (включая национальные – 2; провинциальные – 8; муниципальные – 3); Частные банки – 74 (включая: акционерные – 33; кооперативные – 2; иностранные – 39).

Формирование открытой рыночной экономики в Аргентине сопровождалось либерализацией ее внутреннего рынка капиталов. В 1993 г. законодательно были упразднены ограничения на доступ иностранного капитала в местную кредитно-банковскую систему, и он был уравнен в правах с национальным. Был положен конец прежней практике, когда банки с более чем 30% зарубежным участием, действующие в стране, считались иностранными, и их деятельность регламентировалась специальными инструкциями ЦБ. В итоге, если в 1994 г. на их долю приходилось 16% депозитов, то к 2001 г. этот показатель поднялся до 48%.

Чили В банковском секторе в 60-х годах XX в. сложилось 20 олигархических групп. («Банко Эдвардс»), («Банко дель Пасифико»), («Банко де Чили») частично принадлежали аграрной олигархии. Наблюдалось переплетение банковского капитала с промышленным и иностранным. Под влиянием Андской группы, известной антиимпериалистическими устремлениями, были приняты ограничительные нормы на предпринимательский иностранный капитал**. Позднее появились специальные законы по операциям иностранных банков. Как и в других странах региона, проведена («чилинизация») отраслей с участием иностранного капитала Правительство Альенде в 1971 г. принимает решительные меры против («засилья») иностранных банков. За 3 года национа-

ПРИЛОЖЕНИЯ

лизируется 15 частных банков. У Ферст нешенел сити бэнк, Бэнк оф Америка, Бэнк оф Лондон энд саунд Америка государство решило выкупить акции. В собственность государства перешло в 1971 г. 16 национальных банков и 90% общего объема кредита. Крупные пакеты акций обменивались на облигации центрального банка со сроком погашения 30 лет, мелкие выкупались за наличные. Под контролем государства оказалось 60% акций частных банков. К середине 1973 г. все крупные банковские учреждения были преобразованы в государственные или с преобладающим участием государства. Чтобы пресечь утечку валюты, частным банкам запрещалась операция с валютой, предписывалось ликвидировать инвалютные авуары. У банков изъяли государственные депозиты и передали в государственные банки.

А. Пиночет (1973–1989 гг.) революционно проводит денационализацию: сначала просто возвращает собственность прежним владельцам, потом производит продажу предприятий крупному капиталу и ТНК с целью концентрации капитала. К процедуре смены собственника привлекалась КОРФО. К началу неолиберальных реформ кредитно-банковская система Чили состояла из: ЦБ, 19 коммерческих банков (4 частных, 14 смешанных частно-государственных, один иностранный), двух ипотечных банков, семи финансовых корпораций. В пяти крупнейших банках было сосредоточено 60% общих активов коммерческих банков. В финансовых корпорациях господствовали 12 ведущих олигархических кланов.

В конце 70-х – начале 80-х годов XX в. Чили пыталась ограничить приток спекулятивного капитала с помощью беспроцентных резервных требований. Это, однако, не помогло избежать крупного валютного и банковского кризиса 1982–1983 гг., когда национальная валюта была девальвирована более чем на 90% и правительству пришлось спасти многие банки. Во многом это было вызвано тем, что в то время банки были в значительной степени неконтролируемы и им позволялось спекулировать недвижимостью и предоставлять сомнительные кредиты своим владельцам. Масштабная реформа 1986 г. создала надёжную банковскую систему, введя жёсткие нормативы банковских рисков и операций с разветвлённой системой проверок на местах.

В результате слияний и поглощений число кредитных институтов в 1990–2002 гг. сократилось с 40 до 26. Сегодня действуют 8 национальных коммерческих банков, 1 государственный банк, 16 иностранных банков и 1 кредитное общество. В 1995–2002 гг. доля иностранных банков в кредитном портфеле банковской системы Чили увеличилась с 14 до 45%. Первую позицию занимает испанский банк «Сантандер-Чили».

Согласно закону от 1989 г., Центральный банк Чили обладает автономией и независимостью от исполнительной власти. В 1990-е гг. в условиях избыточного предложения внешних ресурсов ЦБ применял систему регулирования притока иностранного капитала (механизм обязательного депонирования в ЦБ 30% поступающих средств). В 1998–2001 с учётом изменившейся ситуации на мировых финансовых рынках было снято большинство ограничений на движение капитала; корректировке подверглась политика по регулированию валютного курса. В 1999 ЦБ отказался от системы валютного коридора, перейдя к плавающему курсу национальной валюты.

Во многом благодаря профессионализму руководства страны, высокой управляемости экономики и надёжности кредитно-финансовой

системы Чили удалось «скомпенсировать» негативное воздействие азиатского кризиса, мировых и региональных финансовых потрясений конца 1990-х и в 2000-е гг.

Польша Республика Польша – одно из первых посткоммунистических государств, начавших осуществление либерализации экономики, в том числе, и реформирование собственности. Начало перестройки кредитно-финансовой системы в интересах рыночной экономики было положено 1 февраля 1989 г. – из системы Национального Банка Польши выделались 9 региональных банков, создав тем самым основу для формирования двухступенчатой банковской системы. Региональные банки приняли на себя функции по непосредственному обслуживанию экономических субъектов, то есть характерные для коммерческих банков, в то время как на Национальный банк возлагались функции исключительно центрального банка: денежно-кредитное регулирование экономики, эмиссия кредитных денег, кредитование коммерческих банков.

Форма польской банковской системы – эффект процессов, которые намечались на этом рынке на протяжении более десяти лет. Из нескольких десятков коммерческих банков, действующих на этом рынке, самую большую группу составляют полностью или в большей части приватизированные банки. Приватизация польских банков, как правило, состояла из двух этапов. На первом этапе происходило финансовое оздоровление приватизируемых банков, реструктуризация и повышение ликвидности их кредитных портфелей. И только после этого следовал этап непосредственной смены собственника. Особенно этот процесс характерен для кооперативных банков, как наиболее слабых в польской банковской системе и обслуживающих наиболее проблематичную отрасль экономики – сельское хозяйство. Ускорение приватизации приводит к постепенному снижению количества банков прямо или косвенно контролируемых Казначейством Польши. В их приватизации принимали участие самые крупные финансовые учреждения в Европе и в мире. Поэтому очень большие собственные паи в польских банках находятся в руках зарубежных инвесторов.

Польша практически утратила контроль над национальным банковским рынком. Условно говоря, польский банковский рынок перестал быть польским. Структура принадлежности банковского капитала в банковской системе Польши: зарубежные инвесторы – 70,5%, мелкие акционеры – 9,0%, государственное казначейство – 7,2%, иные государственные субъекты – 8,3%, пайщики кооперативных банков – 3,2%, юридические лица, резиденты – 1,8%.

При повторении мирового финансового кризиса есть опасность стремительного вывода иностранного капитала из банковской системы Польши и других стран с формирующимися рынками. Однако следует отметить, в период мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. в этих странах, вопреки высказываемым предположениям, («материнские») банки не вывели активы из своих дочерних банков, расположенных в странах с формирующимися рынками, не обанкротили и не закрыли их. Напротив, последние продолжали исправно функционировать. У этого явления несколько причин, а именно: оказанная существенная помощь со стороны правительств национальным банковским системам и банкам в материнских странах; непродолжительность («острого») кризисного периода в материнских странах, который сменился периодом рецессии, не требующей

ПРИЛОЖЕНИЯ

экстренных, решительных действий по спасению самого «материнского» банка; желание иностранных банков сохранить на перспективу имеющиеся позиции на банковском рынке стран с формирующимися рынками; не снизившийся объем внутреннего потребления в странах с формирующимися рынками, что свидетельствует о платежеспособности населения.

* Финансовая система «Большой двадцатки». URL: http://bankg20.gu/1bankovskie_sistemu_G20.

** Левыкин Э.В. Андская группа: внешний долг и политика // Долговой кризис на латиноамериканской периферии мирового капитализма. М., 1989. С.177–178.

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Банковские системы стран: истоки системной нестабильности

Республика Корея Сложившаяся в 1960–70-е гг. модель южнокорейской экономики (господство ФПГ – «чеболей»), связанной с монополией государства на финансирование, имела неизбежный порок – расцветавшую коррупцию, когда компании стали решать свои проблемы путем соответствующей «обработки» государственных чиновников. Компании сделали ряд ошибок, сделавших избыточные капиталовложения в нерентабельные проекты, происходило распыление ресурсов из-за чрезмерной диверсификации направлений деятельности Чеболей, снижавшую их эффективность. Многие из них стали повторять широкую известную ошибку многих («больших») компаний, они стали думать что они «слишком большие, чтобы...» разориться (to be big to fall...). Использование ссуд, взятых у государственных банков, осуществлялось все менее эффективно, а долговое бремя росло все больше и больше.

По данным Центрального банка Южной Кореи, общая сумма безнадёжных и сомнительных кредитов корейских банков к концу 1997 г. составила 51,2 млрд долл., однако в действительности она была гораздо больше, поскольку кредиты, предоставленные в середине 1880-х годов, так и не признаны недействующими, хотя они не были полностью возвращены. По оценке экспертов банка Peregrine, эта цифра достигла 92 млрд долларов, или 30% всех выданных кредитов.

Поощряя прямое финансирование крупных промышленных групп на международных рынках, правительство, в то же время, ограничивало размеры займов этих групп у отечественных банков, рекомендуя мобилизовать капитал на открытых финансовых рынках, чтобы направить больше средств на кредитование мелких предприятий. Всё это ставило банки в возрастающую зависимость от рискованного мелкого бизнеса, пережившего рекордное число банкротств.

Разразившийся финансовый кризис заставил внести существенные коррективы в планы преобразования банковского сектора страны. В качестве целей глубокой реформы правительство определило отмену разграничения деятельности банков, фондовых домов и страховых компаний, стимулирование конкуренции между этими институтами и создание конкурентоспособного на международной арене финансового сектора, смягчение контроля за привлечением иностранного капитала и установление новых нормативов кредитования крупных концернов.

Для смягчения последствий банковского кризиса правительство страны в 1997 г. разработало план срочной финансовой помощи коммерческим банкам, попавшим в кризисную ситуацию из-за массовой неплатёжеспособности заёмщиков и падения цен на недвижимость в форме предоставления льготных кредитов и гарантий на внутренние и иностранные заимствования. Для привлечения иностранных инвестиций правительство объявило об увеличении лимита акционерного капитала котирующихся на бирже компаний, который может принадлежать нерезидентам, с 22 до 26%. В то же время доля нерезидентов в государственных компаниях по-прежнему ограничена 18%.

Прошедший кризис имел вполне «очищающее» значение. В результате принятых мер изменилась структура самих Чеболей, их структура была реорганизована, «лишние» активы были переданы тем Чеболям, где их использование было бы более эффективно, исходя из их рыночного профиля. Увеличился уровень контроля за Чеболями, повысился их уровень менеджмента, прозрачности. Повысилась эффективность банковской системы. В результате ее приватизации включились рыночные механизмы предоставления ресурсов, при котором все неэффективные предприятия оказались изолированы от получения ресурсов.

Россия В диссертационном исследовании О.Г. Солнцева установлено, что с начала 1990-х гг. в России воспроизводился следующий цикл развития банковской системы: на первом этапе развитие происходило с опорой на ограниченные внутренние источники финансирования и характеризовалось низкими темпами роста*.

По мере улучшения макроэкономических условий, инвестиционно-го климата и финансовой стабилизации происходила переориентация на более дешевые ресурсы мирового рынка капиталов. Мощный приток дешевой ликвидности обусловил усиление спекулятивной направленности в деятельности финансовых посредников. Рост зависимости от внешних источников определил рост долговой нагрузки на банковский сектор, валютные обязательства которого были не сбалансированы с валютными активами, нарастание общей неустойчивости и накопление системных рисков. В этих условиях внешний или внутренний шок провоцирует отток из страны краткосрочных спекулятивных капиталов, девальвацию национальной валюты, банкротства банков. Банковский кризис перерастает в экономический. Такой механизм воспроизводился в 1994–1998 гг. и 2001–2008 гг.

Реализация функций банковской системы в России проходила в условиях высоких темпов инфляции на протяжении всего рыночного периода ее существования. Отрицательная доходность депозитов на протяжении значительной части анализируемого периода обусловила аккумуляционную дисфункцию банковской системы.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Постоянно воспроизводимая в России инфляционная экономика воспроизводит и спекулятивную модель экономического роста. В этих условиях банковская система не в состоянии адекватно выполнять свои функции по перераспределению капиталов в направлении реального сектора экономики.

Функциональные характеристики российской банковской системы существенно искажаются масштабными процессами долларизации, трактуемыми как аномальный отток капиталов в иностранные активы, вызванный страхом инвесторов перед их возможной потерей или обесценением. В теоретическом плане внутренняя утечка капиталов, дополняемая трансграничным оттоком, расценивается как прямой вычет из внутренних накоплений, необходимых для финансирования экономического роста, а в функциональном плане является фактором, угнетающим трансформационную функцию банковской системы и усиливающим ее функциональную неадекватность. Накопление наличной иностранной валюты населением сокращает возможности аккумуляционной функции банков, уводя значительные денежные потоки за рамки банковской системы.

Большое влияние на способность банковской системы осуществлять трансформацию сбережений в инвестиции оказывает степень монетизации ВВП, поскольку перераспределение капиталов происходит в денежной форме. Низкая степень монетизации ВВП (на 1.01.2009 г. – 32,8%) означает, что через банковскую систему перераспределяется небольшой объем денежного капитала, банки не могут создавать денежную массу и объем кредитов, необходимые национальной экономике в соответствии с ее потребностями. Характерный для российской банковской системы дефицит источников фондирования также есть проявление недостаточного уровня обеспечения экономики денежной массой.

В то же время рейтинги (Fitch Ratings) российских банков в частной собственности все еще являются относительно низкими, и их значительное большинство находится в категории «В». Это отражает все еще существенные структурные недостатки российской экономики и банковской системы, такие как значительная экономическая цикличность, обусловленная зависимостью от цен на нефть, и неустойчивая деловая уверенность, недостаточность долгосрочного рублевого фондирования и относительно небольшие и концентрированные клиентские базы большинства банков. Недостатки в области управления рисками и корпоративного управления также сказываются на рейтингах отдельных финансовых организаций.

* Солнцев О.Г. Особенности развития банковской системы в рамках современной модели воспроизводства российской экономики: Дис. канд. экон. наук: 08.00.05, 08.00.10. М., 2003.

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Таблица В.1
Индикаторы финансового состояния банков
в регионах СФР (на конец периода), в %

Показатель	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Доходность активов (ROA)						
Латинская Америка						
Среднее (mean)	1,3	0,9	0,6	0,3	-0,1	-0,1
Медиана (median)	1,1	0,7	0,7	0,9	0,2	1,3
Ст. отклонение	1,2	1,8	1,7	1,7	2,6	6,3
Восточная Европа						
Среднее (mean)	0,7	-0,3	0,5	1,5	1,3	1,6
Медиана (median)	0,7	-0,5	0,5	1,2	1,1	1,4
Ст. отклонение	0,8	1,4	1,5	1,1	1,0	0,8
Азия						
Среднее (mean)	-0,1	-4,4	-2,0	0,0	0,4	1,0
Медиана (median)	-0,8	-1,4	-0,2	0,1	0,6	0,8
Ст. отклонение	1,3	8,0	3,8	0,9	0,5	0,5
Доля просроченных ссуд						
Латинская Америка						
Среднее (mean)	5,3	7,4	8,2	7,6	7,8	10,8
Медиана (median)	5,5	7,0	8,7	8,4	8,5	9,0
Ст. отклонение	3,1	3,6	3,2	2,9	3,5	9,0

Восточная Европа						
Среднее (mean)	21,4	21,1	17,6	10,2	8,6	8,0
Медиана (median)	20,8	16,1	13,9	10,5	7,4	5,3
Ст. отклонение	18,2	19,7	14,2	5,6	5,2	6,8
Азия						
Среднее (mean)	10,1	22,4	20,4	14,5	12,5	10,3
Медиана (median)	5,8	14,4	14,7	15,1	11,5	10,4
Ст. отклонение	7,3	16,4	11,2	4,5	4,8	4,0
Капитал к активам						
Латинская Америка						
Среднее (mean)	11,8	11,3	11,0	10,8	10,5	9,3
Медиана (median)	11,8	10,9	11,1	10,9	9,6	9,9
Ст. отклонение	3,4	3,0	2,6	1,9	2,5	6,4
Восточная Европа						
Среднее (mean)	8,9	9,5	9,9	10,1	10,1	10,7
Медиана (median)	8,2	9,7	9,2	9,2	10,0	10,6
Ст. отклонение	2,7	3,6	4,1	3,0	2,3	1,7
Азия						
Среднее (mean)	10,0	5,4	7,7	8,6	8,9	9,6
Медиана (median)	8,8	8,9	8,9	8,5	8,5	9,0
Ст. отклонение	3,8	10,9	7,0	4,3	4,0	3,9

По Латинской Америке: Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу, Уругвай, Чили и Эквадор;
по Восточной Европе: Болгария, Венгрия, Литва, Латвия, Польша, Россия, Румыния, Словакия, Словения, Чехия;
по Азии: Индия, Индонезия, Корея, Малайзия, Пакистан, Таиланд и Филиппины.

Таблица В.2
Характеристики банковских систем в 2007 г., в %

	Доля просроченных ссуд	Капитал / активы с учетом риска	Доля государственности, в % активов	Доля иностранной собственности, в % активов
Латинская Америка				
Аргентина	5	15	41	26
Бразилия	5	18	41	20
Венесуэла	1	16	9	26
Колумбия	3	11	17	18
Мексика	3	14	0	83
Перу	2	13	13	49
Чили	1	13	15	40
Азия				
Гонконг	1	15	0	92
Индия	5	13	75	7
Индонезия	5	20	37	48
Китай	7	11	65	8
Корея	1	13	30	45
Малайзия	8	13	37	22
Таиланд	8	13	16	7
Турция	4	21	29	15
Филиппины	6	18	11	16
Восточная Европа и СНГ				
Болгария	2	15	0	78
Латвия	1	10	4	57
Литва	3	11	0	86
Польша	7	7	20	69
Россия	2	15	38	17
Румыния	4	20	6	88
Чехия	4	12	3	97
Эстония	0	13	0	97

Источник: Fitch Country Analysis reports and IMF Global Financial Stability Report.

ПРИЛОЖЕНИЕ Г

Управление плохими банковскими активами

Корея Центральный банк разработал план списания кредитов на несколько лет, бюджетного финансирования не было. Применялась упрощенная процедура списания кредитов. При выходе из текущего банковского кризиса правительство столкнулось с проблемой оценки недействующих кредитов при попытке продать национализированный банк иностранным инвесторам. Предоставление одним потенциальным покупателям прав оценивать сомнительные кредиты по международным стандартам и непредоставление аналогичных льгот другим привело к срыву переговоров о покупке SeoulBank банком HSBC.

Венгрия В ходе кризиса, начавшегося в 1992 г., работа с плохими долгами должна была осуществляться в рамках более широкой программы, в частности было ужесточено законодательство о банкротстве. Оно предполагало, что заемщики, не вернувшие кредит, объявляются неплатежеспособными. Банкам отводилась ведущая роль в комитетах кредиторов предприятий-должников. Для управления частью плохих активов был Венгерский банк инвестиций и развития. Опыт неудачный, т. к. новый закон о банкротстве, который с тех пор был пересмотрен, первоначально привел к неуправляемой волне банкротств. Суды были перегружены, а банки оказались не готовы к новой роли.

Мексика Правительство временно собрало недействующие активы в траст-фонде, но работа с займами оставалась в течение нескольких лет в компетенции банков. При выкупе кредитов на каждые два песо выкупаемых активов старые акционеры должны были внести дополнительного одно песо капитала. Первоначально кредиты предполагалось обменять на стандартные казначейские билеты Cefes и увеличить госдолг, но обеспечения кредитов хватило бы на покрытие лишь 30% от просроченных кредитов, остальная часть перекладывалась бы на налогоплательщиков. Поэтому вариант не был принят. Компромисс достигнут в декабре 1998. Основные черты нового плана: долги фонда не относятся на госдолг, выкупу не подлежат ссуды, признанные аудитом мошенническими (т. е. ссуды, которые заемщики не предполагали возвращать). Эти долги возвращаются банкам. Их сумма предварительно оценивалась в сотни миллионов долларов – банки будут участвовать в расходах по программе списания части задолженности мелких заемщиков (кредитов частным лицам, ипотечных кредитов, кредитов малому бизнесу). Многие банки имели собственные программы реструктуризации долга для малых должников. В феврале 1999 г. началась работа аудиторов с 61 млрд долл. просроченных кредитов банков, принятых фондом от коммерческих банков. Предполагалось окончить работу к середине 1999 г.

Казахстан Министерство финансов приняло на себя гарантированные государством кредиты в иностранной валюте и связанные с торговлей. Займы 30 наиболее проблемных предприятий были переданы Банку реабилитации. Сельскохозяйственные займы были переданы в 1994 г. Фонду поддержки сельского хозяйства. Остальные кредиты управлялись банками. Кредиты обменены на долгосрочные гособлигации. Работа с кредитами предприятий была координирована с их реструктурированием. Программа поддерживалась Мировым банком.

Литва В середине 1996 г. на базе обанкротившегося банка была образована КУА с капиталом, сформированным путем конверсии части правительственных депозитов в акции, а также за счет денежных средств и государственных облигаций

Филиппины Для управления активами двух государственных банков в 1986 г. был создан Фонд приватизации активов (ФПА). Правительство приняло на себя обязательства в объеме, соответствующем активам, переданным в ФПА, с рассрочкой исполнения на 3 г. Один из двух банков был приватизирован.

Китай В 1999 г. создано две государственных КУА: 1-я – в августе и начала принимать просроченные активы Китайского строительного банка (входит в четверку крупнейших государственных коммерческих банков). 2-я – в октябре с капиталом 1,2 млрд долл., которой будут передаваться плохие кредиты Банка Китая (тоже входит в четверку крупнейших государственных коммерческих банков). Ей разрешено продавать акции и права кредиторов для привлечения средств, необходимых для выкупа недействующих кредитов Банка Китая. Основной метод работы с должниками – обмен просроченной задолженности на долю в уставном капитале должника. Ожидается создание КУА для оставшихся двух из упомянутой четверки крупнейших государственных коммерческих банков. Кроме того, город Шанхай создал свою государственную КУА как элемент реформы государственных предприятий.

ПРИЛОЖЕНИЕ Д

Таблица Д.1
Год начала финансового кризиса
по группам СФР

<i>Переходные экономики</i>	Армения (1995), Азербайджан (1995), Беларусь (1995), Болгария (1995), Венгрия (1991), Эстония (1992), Латвия (1995), Литва (1995), Чехия (1996), Польша (1994), Румыния (1990), Россия (1995, 1998), Украина (1997)
<i>Латиноамериканская Америка</i>	Аргентина (1980, 1989, 1995, 2001), Боливия (1994), Бразилия (1990, 1994, 1999), Венесуэла (1983, 1994), Колумбия (1982, 1998), Перу (1983), Мексика (1982, 1994), Чили (1981), Уругвай (1981, 2002), Эквадор (1999)
<i>Азия</i>	Индонезия (1992, 1994, 1997), Малайзия (1985, 1997), Филиппины (1981, 1998), Таиланд (1983, 1997), Республика Корея (1997), Турция (1982, 1994, 2000)

Исследованы 46 финансовых кризисов в 29 странах с 1980 по 2002 гг.

Ист.: Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey // IMF Working Paper. No.05/96. Wash., 2005; Systemic Financial Crises: Containment and Resolution. Cambridge, 2005.

Таблица Д.2
Группы стран СФР и год кредитного пика
в 1980–2002 гг.

Латинская Америка	Аргентина (1982), Бразилия (2002), Чили (1981), Колумбия (1997), Перу (1983), Мексика (1994), Уругвай (1982), Эквадор (2000), Венесуэла (2002)
Юго-Восточная Азия	Индонезия (1997), Малайзия (1997), Филиппины (1983, 1997), Таиланд (1997), Республика Корея (1998)
Другие	Турция (2000), Пакистан (1986), Египет (1982), Нигерия (1983)

Исследованы 18 стран и 19 эпизодов кредитного бума.

Таблица Д.3
Кризисные годы и величина скоса
темпов роста кредита в странах Азии
и Латинской Америки

Страна	Начало финансового кризиса	Скос	Страна	Начало финансового кризиса	Скос
Индонезия	1997	-2,56	Малайзия	1997	-0,15
Аргентина	1982	-1,59	Мексика	1994	-0,14
Таиланд	1997	-1,09	Турция	2000	-0,06
Корея	1998	-0,28	Уругвай	1982	0,15
Чили	1981	-0,28	Венесуэла	1994	0,55
Боливия	1994	-0,93	Бразилия	1999	0,92

Чем больше величина отрицательного скоса, тем сильнее влияние финансового кризиса на рост ВВП. Величина скоса рассчитана за период 1981–2000 гг.

Таблица Д.4
Годы начала либерализации и системного
финансового кризиса*

Страна	Год начала финансовой либерализации	Год системного финансового кризиса
Аргентина	1989	1982; 1990–1991; 2001–2002
Бразилия	1991	1998
Чили	1992	1982; 1985
Колумбия	1991	1998
Индонезия	1989	1997–1998
Корея	1992	1997–1998
Малайзия	1988	1997–1998
Мексика	1989	1982; 1994–1995
Таиланд	1987	1984; 1997–1998; 2000
Уругвай	1989	1982; 2002
Венесуэла	1990	1994–1996
Турция	1990	1994; 2001
Россия	1996	1998

* Даты финансовой либерализации взяты из официальных источников, когда были внесены изменения в законодательство на доступ иностранного капитала на фондовые рынки. См.: Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad Ch. Does Financial Liberalization Spur Growth? // *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol.77. P.3–55. Даты но финансовым кризисам См.: Caprio G., Klingebiel D., Laeven L., Noguera G. Appendix: Banking Crisis Database // *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*. Cambridge, 2005.

ПРИЛОЖЕНИЕ Е
Описание объясняющих переменных
по банкам и источники данных

Переменная	Описание	Источник
Наличность/ банковские активы, в %	Отношение ликвидных резервов банка к его активам	Банковские резервы: line 20 из IFS. Банковские активы: line 21 + lines 22a–22f из IFS
Регулятивный капитал к активам по рискам, в %	Норматив адекватности капитала на агрегированном уровне	IMF. FSAP reports. Article IV, более детально см.: IMF. Compilation Guide on FSI. Wash., 2004
Просроченные ссуды (NPL) Просроченные ссуды (NPL) к капиталу	Просроченные ссуды ко всем ссудам на агрегированном уровне Просроченные ссуды за вычетом созданных резервов к капиталу	IMF. FSAP reports. Article IV, более детально см.: IMF. Compilation Guide on FSI. Wash., 2004
Доходность по капиталу банков (ROE)	Норма прибыли по капиталу банков на агрегированном уровне	IMF. FSAP reports. Article IV, более детально см.: IMF. Compilation Guide on FSI. Wash., 2004
Рентабельность капитала корпораций	Доходность по акциям (чистая прибыль на акционерный капитал корпораций) на агрегированном уровне	IMF. Corporate Vulnerability Database
Долг/капитал (по корпорациям)	Отношение задолженности к акционерному капиталу по корпорациям	IMF. Corporate Vulnerability Database

ПРИЛОЖЕНИЕ Ж

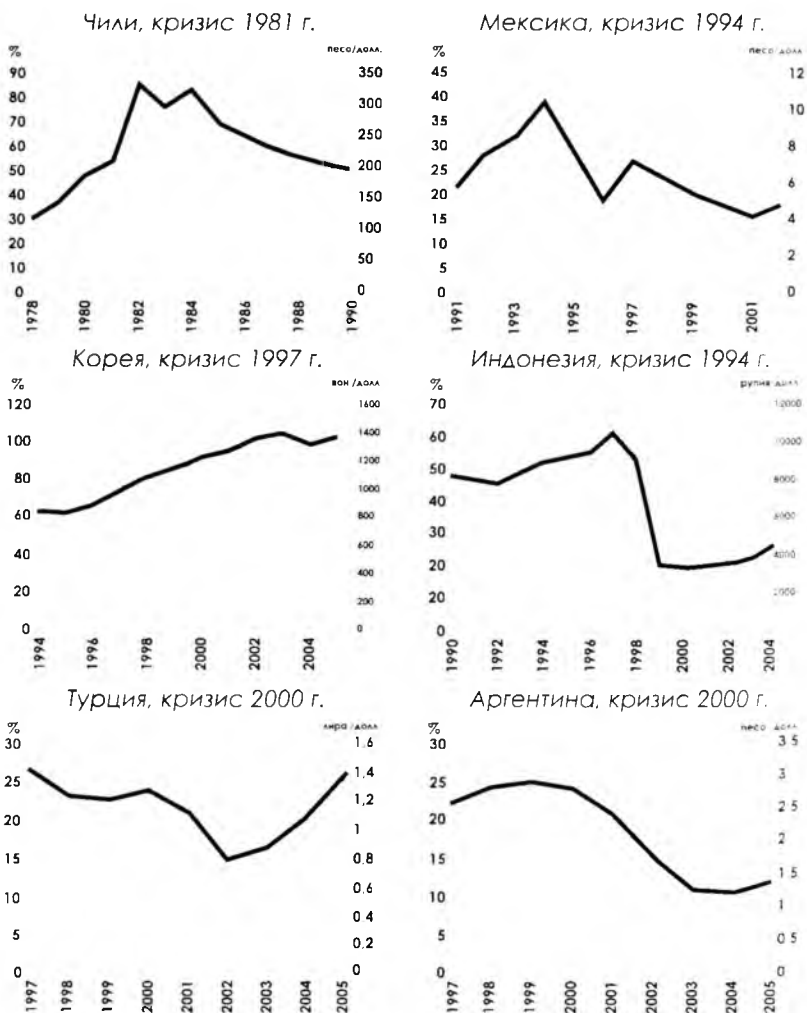


Рисунок Ж.1. Финансовые условия до и после начала финансового кризиса

Правая шкала: объем частного кредитования (в % ВВП). Левая шкала: обменный курс к долл. США. Вертикальная линия указывает время начала кризиса.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3

Таблица 3.1
Чистые потоки заемного финансирования в СФР
(по регионам), 2000–2007 гг., в млрд долл.

	2000	2001	2002	2003
Банковские ссуды, в т.ч.	-3,9	-2,0	-1,7	15,2
Азия	-11,3	-11,8	-10,2	-8,4
ЦВЕ и СНГ	9,3	7,2	15,9	20,4
Латинская Америка	0,6	5,6	-6,0	-1,4
Ср.Восток и Сев.Африка	0,2	-0,4	-0,5	-1,2
Южная Азия	-2,0	-1,1	1,0	4,4
Суб-Сахара	-0,7	-1,6	-1,9	1,2
Бонды, в т.ч.	19,5	10,2	8,8	19,6
Азия	-0,7	0,4	0,1	1,8
ЦВЕ и СНГ	5,5	1,1	3,6	8,9
Латинская Америка	7,1	2,8	-0,8	11,0
Ср.Восток и Сев.Африка	1,2	4,4	5,0	0,7
Юж. Азия	5,4	-0,4	-0,7	-3,1
Суб-Сахара	1,0	1,9	1,5	0,4
К/с займы, в т.ч.	-6,4	-24,9	3,1	53,5
Азия	-9,9	1,7	9,9	18,5
ЦВЕ и СНГ	8,3	-6,0	4,2	30,4
Латинская Америка	-0,9	-14,6	-10,3	2,3
Ср.Восток и Сев.Африка	-1,9	-3,0	-0,7	2,5
Южная Азия	-0,9	-0,9	1,8	0,7
Суб-Сахара	-1,1	-2,1	-1,8	-1,0

Таблица 3.1
Чистые потоки заемного финансирования в СФР
(окончание)

	2004	2005	2006	2007
Банковские ссуды, в т.ч.	50,4	85,3	172,4	214,7
Азия	0,2	1,6	11,1	29,1
ЦВЕ и СНГ	46,5	76,0	139,5	115,9
Латинская Америка	0,8	-1,4	19,6	27,0
Ср.Восток и Сев.Африка	-0,6	1,2	-0,9	5,4
Южная Азия	1,1	4,1	4,6	25,2
Суб-Сахара	2,4	3,8	-1,5	12,1
Бонды, в т.ч.	41,1	52,6	25,3	79,3
Азия	9,7	7,8	5,5	6,5
ЦВЕ и СНГ	23,6	28,2	33,9	52,0
Латинская Америка	-0,3	16,0	-19,0	8,1
Ср.Восток и Сев.Африка	3,3	2,3	0,6	2,7
Юж. Азия	4,1	-2,9	4,3	4,2
Суб-Сахара	0,6	1,3	0,1	5,8
К/с займы, в т.ч.	67,5	89,6	94,2	129,7
Азия	32,6	45,2		27,7
ЦВЕ и СНГ	18,3	25,5	55,5	60,0
Латинская Америка	7,0	14,5	-3,3	29,4
Ср.Восток и Сев.Африка	5,4	0,1	0,6	0,9
Южная Азия	2,6	1,6	3,6	4,0
Суб-Сахара	1,6	2,8	10,1	3,6

Таблица 3.2
Чистые потоки капитала в СФР в 1997–2010 гг.,
в млрд долл.

Показатели	1997	1998	1999
Текущий ПБ	-91,4	-113,6	-17,7
в % от ВВП	-1,5	-2,0	-0,3
Финансовые потоки			
Чистые частные и официальные потоки	298,1	239,3	209,7
Чистые частные потоки (ссуды + акции)	285,1	205,2	195,7
Чистое акционерное финансирование	196	181,9	188,4
Чистый приток ПЗИ	169,3	174,5	177,0
Чистые портф. притоки	26,7	17,4	11,4
Чистое долговое финансирование	102,1	57,4	15,1
Официальные кредиторы	13,0	34,1	14,0
Мировой Банк	9,2	8,7	8,8
МВФ	3,4	14,1	-2,2
Др. официальные кредиторы	0,5	11,2	7,4
Частные кредиторы	89,1	23,3	1,5
Средне- и долгосрочные ссуды	38,4	39,7	18,9
К/с ссуды	43,1	51,4	-17,4
Балансирующие статьи (ошибки и пропуски)	-153,8	-109,0	-153,1
Изменения в резервах**	-52,9	-16,6	-32,8
Денежные переводы от рабочих	-	-	77,5

* Цветом отмечен период финансовых потрясений в ряде экономик.

** Знак «-» означает приток

Ист.: World Bank Debtor Reporting System. URL: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS>.

Показатели	2000	2001	2002	2003
Текущий ПБ	36,3	12,8	62,0	116,9
в % от ВВП	0,7	0,2	1,0	1,7
Финансовые потоки				
Чистые частные и официальные потоки	181,2	191,3	174,0	262,4
Чистые частные потоки (ссуды + акции)	187,0	164,5	169,1	274,1
Чистое акционерное финансирование	179,0	178,6	166,2	186,0
Чистый приток ПЗИ	165,5	173,0	160,7	161,9
Чистые портф. притоки	13,5	5,6	5,5	24,1
Чистое долговое финансирование	-0,4	3,8	8,9	72,8
Официальные кредиторы	-5,8	26,8	4,9	-11,7
Мировой Банк	7,9	7,6	-0,4	-0,8
МВФ	-10,6	19,5	14,0	2,4
Др. официальные кредиторы	-3,1	-0,3	-8,7	-13,3
Частные кредиторы	5,8	-23,0	3,8	84,4
Средне- и долгосрочные ссуды	12,2	1,9	0,7	30,9
К/с ссуды	-6,4	-24,9	3,1	53,5
Балансирующие статьи (ошибки и пропуски)	-172,3	-115,5	-70,6	-83,2
Изменения в резервах	-42,6	-80,4	-166,5	-292,4
Денежные переводы от рабочих	84,5	95,5	115,8	143,4

* Цветом отмечен период финансовых потрясений в ряде экономик СФР.

Таблица 3.2
Чистые потоки капитала в СФР в 1997–2007 гг.,
в млрд долл. (окончание)

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
197,9	321,3	452,6	481,4	457,9	291,8	265,6
2,5	3,4	4,0	3,5	2,7	1,8	1,4
386,4	479,7	656,3	1132,1	771,1	633,8	930,2
412,5	551,4	725,9	1132,1	743,3	557,4	857,8
265,9	357,4	472,3	664,9	561,2	498,1	633,2
225,5	288,5	367,5	529,8	614,4	390,0	485,4
40,4	68,9	104,8	135,1	-53,2	108,2	147,8
128,8	152,4	217,5	467,2	209,9	135,6	297,0
-26,1	-71,7	-70,5	0,0	27,8	76,4	72,4
1,4	2,5	-0,7	3,0	7,3	17,7	19,3
-14,7	-40,2	-27,1	-5,1	10,0	26,5	16,3
-12,8	-34,0	-42,7	-2,2	10,6	32,2	36,8
155,2	222,7	288,0	413,0	182,1	59,2	224,6
87,7	133,1	193,8	283,3	196,1	52,8	104,1
67,5	89,6	94,2	129,7	-14,0	6,4	120,5
-156,6	-417,5	-481,9	-391,0	-750,8	-278,6	-525,6
-402,4	-390,8	-634,2	-1090,7	-478,2	-647,0	-670,3
160,7	191,0	221,0	240,0	325,0	307,6	324,7

Исц.: World Bank Debtor Reporting System. URL: [http:// web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS](http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS).

Таблица 3.3
Сальдо потоков по балансу капитала и ПБ СФР, в млрд долл.

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Все РС	ПЗИ	163,9	180,4	144,4	161,3	183,9	243,6	241,3	359,0	459,3
	портфельные	17,2	-76,8	-86,4	-3,82	10,0	-5,57	-100	39,47	-155,2
	другие	-117	-30,1	-4,07	-3,32	27,97	-11,2	62,23	219,2	-194,6
	ПБ, сальдо	90,7	46,6	83,2	151,2	226,1	447,7	630,6	633,4	714,4
	Изменение резервов*	-139	-132	-191	-360	-501	-585	-751	-1257	-865,7
	Зона стабильности**	-9,1	-60,3	-7,28	144,13	264,05	430,99	592,86	892,07	364,6
Азия	ПЗИ	61,56	53,52	52,44	70,56	64,71	100,54	94,35	138,45	222,6
	портфельные	19,72	-50,7	-60,17	10,268	10,165	-5,253	-107,18	11,199	-65,9
	другие	-74,9	21,45	31,7	-13,9	70,725	-9,982	44,602	15,19	-28,7
	ПБ, сальдо	38,56	36,61	64,757	82,423	89,276	162,27	282,38	406,466	422,4
	Изменение резервов*	-60,1	-87,7	-154,8	-236,66	-338,7	-288,31	-372,15	-673,12	-634,3
	Зона стабильности**	-16,7	7,361	36,265	78,781	170,16	147,04	219,80	432,85	327,7
ЦВЕ	ПЗИ	16,4	17,3	12,2	13,3	29,9	37,3	58,8	72,04	64,1
	портфельные	4,73	0,20	3,09	9,74	25,2	25,9	9,41	-7,355	-13,2
	другие	13,0	-12,0	10,5	19,1	6,08	36,6	51,6	108,8	96,1
	ПБ, сальдо	28,08	10,4	16,9	28,9	48,6	54,7	82,5	122,1	-142,2

ЦВЕ	Изменение резервов*	-7,9	-11,0	-14,2	-9,33	-8,15	-36,1	-20,2	-31,18	-9,7
	Зона стабильности**	60,9	-1,4	30,5	57,8	79,9	117,2	143,5	223,5	-59,2
СНГ	ПЗИ	2,32	4,93	5,18	5,39	13,0	11,5	20,7	26,61	44,4
	портфельные	-10,0	-1,17	0,37	-0,43	4,31	-4,89	12,8	14,46	-36,7
	другие	-20,0	3,09	10,1	14,0	-14,7	23,6	21,4	86,14	-135,1
	ПБ, сальдо	48,253	33,033	30,278	35,679	63,546	87,469	96,247	70,874	108,6
	Изменение резервов*	-20,3	-14,3	-15,0	-32,6	-54,9	-77,1	-127,0	-168,0	33,1
	Зона стабильности**	18,3	35,0	40,7	49,2	53,2	106,2	130,4	171,5	-63,2
Латинская Америка	ПЗИ	70,3	69,1	51,1	37,9	49,9	53,2	29,1	85,78	84,3
	портфельные	2,76	-5,60	-12,0	-5,04	-13,6	10,6	-7,74	42,25	-11,1
	другие	-11,7	-20,4	-33,4	-13,2	-19,2	-25,0	-10,6	-20,63	-14,7
	ПБ, сальдо	-48,5	-53,9	-16,18	9,250	22,051	35,502	47,673	13,376	-28,3
	Изменение резервов*	-6,68	1,72	1,44	-33,6	-22,1	-33,5	-50,9	-132,3	-49,7
	Зона стабильности**	-57,4	-79,9	-61,6	-9,0	-10,7	21,1	29,3	35,0	-54,2

* Прирост резервов.

** Зона финансовой нестабильности отмечена цветом. Зона стабильности оценивается по соотношению потоков портфельных инвестиций и ссудного капитала и сальдо по текущим статьям ПБ.

ПРИЛОЖЕНИЕ И

Таблица И.1
Страны с резко усилившимся оттоком капитала
(с указанием года)

Страна	Год	Страна	Год
Индонезия	1997	Россия	1997
Боливия	1983	Таиланд	1986/1997
Бразилия	1983 /1999/ 2002	Турция	1994/2001
Аргентина	1982/1989 /2001	Уругвай	1983
Венесуэла	1981/1994/2001	Филиппины	1998
Венгрия	1990	Чехия	1997
Малайзия	1999	Чили	1983 1998
Респ. Корея	1986 /1997	Мексика	1983 /1995
Колумбия	1991	Перу	1983

В выборку включены страны, наиболее сильно интегрированные на международные рынки капитала. События внезапной остановки капитала фиксировались в «Платежном балансе стран МВФ» (BOP database). Период наблюдения 1981–2002 гг.

Таблица И.2
Величина и состав потоков капитала, в % ВВП

	Среднее за 3 года до внезапной остановки	В течение первого года внезапной остановки
Совокупные чистые финансовые потоки	4,2 (6,8)	-4,6 (4,8)
Чистые ПЗИ	1,5 (1,9)	1,2 (1,6)
Чистые портфельные	0,62 (1,5)	-0,21 (1,46)
Другие, в т.ч.	2,1 (6,5)	-5,6 (4,6)
Чистые правительственные потоки	0,52 (2,8)	-1,2 (3,5)
Чистые банковские потоки	0,82 (3,6)	-2,0 (3,0)
Другие	0,92 (3,1)	-1,9 (3,6)

Стандартное отклонение показано в скобках.

Таблица И.3
**Влияние внезапной остановки капитала
на макропоказатели, в % ВВП**

	Среднее за 3 года до внезапной остановки	В течение первого года внезапной остановки
Текущий платежный баланс	-4,2 (5,2)	-0,20 (6,2)
Рост реального ВВП	3,7 (4,2)	0,39 (5,5)
Рост экспорта	1,2 (5,4)	1,2 (4,1)
Основные инвестиции	25,3 (7,4)	22,5 (6,9)

Стандартное отклонение показано в скобках. Использовалась выборка стран (Прил. 1, табл.1.1).

ПРИЛОЖЕНИЕ К

Страна	Резервы, млрд долл.		Резервы / краткосрочный внешний долг, в раз		Долгосрочный долг, в % ВВП	
	1995- 2005	2007	1995- 2005	2007	1995- 2005	2007
Аргентина	20,1	46,1	0,78	1,2	2,1	36,5
Бразилия	45,9	80,0	1,6	4,59	26,8	15,0
Индонезия	27,2	56,9	1,0	1,63	59,4	24,8
Малайзия	36,8	102,0	4,0	6,7	37,2	22,1
Таиланд	37,7	87,5	1,6	4,1	40,2	17,2
Мексика	41,6	87,2	2,1	9,6	27,2	18,9
Латвия	1,2	5,7	0,36	0,34	23,8	78,2
Украина	4,7	32,5	1,00	1,41	23,9	35,6
Турция	14,4*	3,2**	0,85*	1,5**	34,1*	9,5**
Россия	52,2	478	2,98	6,05	38,3	21,7
Венесуэла	17,1	33,8	2,85	2,88	33,1	13,1
Польша	27,8	65,7	2,3	1,1	29,5	32,2

* За 1990-2000 гг.

** За 2006 г.

340

ПРИЛОЖЕНИЯ

Таблица К.1
Показатели внешнеэкономической уязвимости СФР

	Процентные ставки, к/с		Изменение валютного курса (-) обесцени- ние (+) укрепление		Торговый баланс, в % ВВП		Текущий ПБ, в % ВВП	
	1995- 2005	2007- 2008	1995- 2005	2007- 2008	2007	2008	1995- 2005	2008
	11,1	8,1/11,4	-11,5	-3,4/1,6	5,1	5,3	-0,2	1,4
	12,7	12,1/12,4	-10,7	11,7/9,2	2,7	2,0	-2,0	-1,8
	14,7	0,0	-8,1	-0,2/-5,5	7,8	5,15	1,5	0,1
	4,3	3,5	-2,8	6,7/3,1	19,2	н.д.	6,7	17,4
	5,5	3,8/3,3	-3,7	9,7/3,6	10,17	6,88	1,9	-0,06
	19,0	7,4/7,9	-8,7	-0,3/0,2	-0,98	-1,93	-0,7	-1,4
Учет. ставка		4,2/6,9	-2,8	9,0/6,8	-22,6	-17,6	-7,5	-13,1
Оффш. ставка		8/12	-18,4	0/-4,2	-7,4	-13,7	2,7	-10,5
	16,3 (2005)	18,3	-42,2*	9,8	-6,8	-5,3	-1,4	-5,6
	28,7	10,3/10,9	-19,2	6,3/2,9	9,8	12,5	7,6	6,1
	5,2***	8,7/11,1	-19,7	0,0	10,3	14,2	8,7	12,2
	15,1	4,5/5,9	-2,6	11,9/14,9	-3,5	-5,7	-3,3	-5,5

*** За 2005-2007 гг.

Источник: World Bank Data. URL: <http://data.worldbank.org/indicator>.

341

Таблица К.2
Состояние внешней задолженности
в 2000 г. и в 2007 г. (на конец года)

Страна	Внешний долг / ВВП соотношение, в %		Обслуживание долга, в % экспорта	
	2000	2007	2000	2007
Венесуэла	35,8	18,9	16,7	7,4
Россия	61,5	28,6	9,9	9,1
Латвия	61,5	145	17,4	73,3
Индонезия	87,4	32,5	93,5	27,8
Аргентина	49,5	49,0	н.д.	н.д.
Бразилия	37,4	18,0	69,3	13,0
Украина	39,1	52,1	18,6	16,9
Турция	43,6	38,3	35,9	32,1
Таиланд	64,9	25,6	16,3	8,1
Мексика	25,9	17,4	30,4	12,5
Малайзия	44,6	27,6	5,6	4,6
Польша	37,8	46,2	20,4	25,6

СФР в период кризиса пересмотрели политику процентных ставок в сторону смягчения денежных условий: с декабря 2008 г. до мая 2009 г. проценты в среднем снизились с 8,1 до 6,6%. Реальные процентные ставки находятся на уровне 1,6% на-за роста инфляции в этих странах.

Таблица К.3
Внешняя задолженность по странам,
в млрд долл. 2008 г. (конец года)

	Структура внешнего долга			ВВП, млрд долл.	В т.ч. в % ВВП
	Всего, млрд долл.	Доля краткосрочного долга, в %	Доля долгосрочного долга, в %		
Аргентина	128,1	43,9	56,1	326,4	39,2
Бразилия	262,9	13,8	86,2	1572,8	26
Мексика	200,4	12,1	87,9	1088,1	18
Индонезия	155,0	13,2	86,8	511,7	30,3
Таиланд	64,8	31,3	68,7	273,2	23,7
Малайзия	75,3	41,0	58,9	222,2	33,8
Украина	103,2	21,2	78,8	179,7	57,4
Россия	484,7	16,5	83,5	1676,5	28,9
Латвия	42,0	33,5	66,5	34,0	123,5
Польша	242,0	20,9	79,0	525,7	46,0
Турция	276,8	18,3	81,7	729,4	37,9

Ист.: World Banks World Development Indicators. URL: [http:// data.worldbank.org/topic/economic-policy-and-external-debt](http://data.worldbank.org/topic/economic-policy-and-external-debt).

ПРИЛОЖЕНИЕ Л
Индикаторы макроэкономической уязвимости
экономик СФР за период 2002–2007 гг.

Таблица Л.1
Индекс реального валютного курса (2000=100)

Страна	2002	2005	2006	2007
Аргентина	44,6	45,9	45,2	44,9
Бразилия	78,5	98,4	110,3	119,9
Венгрия	118,9	132,6	127,0	142,5
Индонезия	114,7	114,8	134,0	134,3
Казахстан	91,3	100,3	100,9	111,2
Китай	101,9	92,5	94,4	99,1
Респ. Корея	98,8	112,5	120,6	120,5
Латвия	92,4	89,4	93,4	96,2
Малайзия	105,0	95,2	99,0	102,4
Мексика	107,3	94,2	94,2	94,0
Польша	108,1	107,5	109,9	114,2
Россия	123,6	149,2	163,4	172,7
Таиланд	96,8	96,0	103,8	110,0
Украина	107,1	105,9	110,7	112,2

Таблица Л.2
Реальный фондовый индекс (2000=100)

Страна	2002	2005	2006	2007
Аргентина	62	175	181	195
Бразилия	59	110	145	196
Венгрия	76	164	176	189
Индонезия	72	138	156	225
Казахстан	99	258	1069	1525
Китай	81	51	67	130
Респ. Корея	97	131	165	206
Латвия	149	305	333	341
Малайзия	83	93	94	123
Мексика	88	159	222	301
Польша	72	137	197	229
Россия	147	189	299	354
Таиланд	104	179	178	183
Украина	85	338	398	711

Выделены зоны, где показатель достигает критического уровня.

Ист.: IMF, BIS, Eurostat, World Development Indicators. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR>.

ПРИЛОЖЕНИЕ М

Дисбалансы на денежном и валютном рынке РФ
накануне кризисов 1998 и 2008 гг.

Таблица М.1
Валютный курс до и во время кризиса 1998 г. и 2008 г.
(руб./долл. на конец месяца)

	1998*	1999	2008	2009**
Июль	6,23	-	23,45	-
Август	7,9	-	24,58	-
Сентябрь	16,06	-	25,25	-
Октябрь	16,01	-	26,54	-
Ноябрь	17,88	-	27,61	-
Декабрь	20,65	-	29,38	-
Январь		22,60		35,41
Февраль		22,86		35,72
Степень девальвации за период кризиса	В 3,6 раза		Более 50%	
Соотношение между номинальным и ППС накануне кризиса (на конец июля)	1,5		1,26	

* До кризиса 1998 г. курс удерживался в валютном коридоре 6 ± 1 руб.
за долл.

Таблица М.2
Соотношение денежной базы и ЗВР
накануне кризиса 1998 и 2008 г.

	1998		2008	
	1 полуго- дие	2 полуго- дие	1 полуго- дие	2 полуго- дие
ЗВР, млрд долл.,	16,1	12,2	568,9	427,1
ДБ (широкая) млрд руб. млрд долл.	190,0 30,5	258,1 12,5	5129,5 218,6	5578,7 189,8
Соотношения ЗВР / ДБ, в%	52,8	97,6	260,2	225,0

Соотношение менее 100% свидетельствует об угрозе глубокой
девальвации валюты.

Таблица М.3
Соотношение валютных активов и пассивов
официального и частного секторов, в %*

	Валютные активы / Валютные пассивы			
	1998		2008	
	1 полугодие	2 полугодие	1 полугодие	2 полугодие
ЦБ	136,6	72,4	602,2	683,1
КБ	69,3	108,1	61,3	93,3

* Повышенная уязвимость банковского сектора при соотношении от 60 до 80%.

Таблица М.4
Соотношение золотовалютных резервов (ЗВР)
и внешнего долга страны

	1998		2008	
	На начало	На конец	На начало	На конец
Внешний долг, млрд долл.	182,8	188,4	475,4	484,7
ЗВР, млрд долл.	17,7	12,2	478,7	427,0
Соотношение долг / ЗВР	в 10,3 раза	в 15,4 раза	0,99	1,13

По данным «Бюллетеня банковской статистики» ЦБР за разные годы

ПРИЛОЖЕНИЕ Н
Программы стабилизации на основе
управления валютным курсом и их выполнение

Страна	Начало программы	Механизм валютного курса
Мексика	Декабрь, 1987	Привязка, скольжение (периодическая девальвация), расширение коридора
Польша	Январь, 1990	Привязка к корзине валют, скольжение, расширение коридора в 1998 г. с 2000 г. – «плавание»
Аргентина	Апрель 1991	Валютный Совет
Эстония	Июнь, 1992	Валютный Совет, привязка к марке ФРГ
Литва	Апрель, 1994	Валютный Совет (привязка к доллару, с 2002 – к евро)
Бразилия	Июль, 1994	Привязка, скольжение
Россия	Июль, 1995	Коридор, скольжение
Болгария	Июль, 1997	Валютный Совет
Турция	Июль 1999	Скольжение
Латвия	С февраля 1994 к СДР; с 2004–2005 гг. к евро	Валютный коридор с границами в пределах +1% относительно евро

В Болгарии после деноминации в 1999 г. официальный курс был зафиксирован на уровне 1 лев = 1 немецкая марка). С 05.07.1999 г. в качестве якоря используется евро. В странах Балтии механизм привязки валюты к евро продолжает действовать до сих пор, за исключением Эстонии, которая в 2011 г. вступила в зону евро.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Темп прироста потребительских цен, в %			Результат выполнения программы (крах валюты: да/нет)
В год накануне ввода программы	Средний за 3-х летний период стабилизации	В год краха валюты	
143,7	7	52	да (декабрь, 1994)
639,6	39,8	-	нет
267,0	4,3	35	да (декабрь 2001)
1085,7	29,2	-	нет
188,8	8,4	-	нет
4922,6	4	8,9	да (январь, 1999)
226,0	11,1	84,4	да (август 1998 г.)
1471,9	5,7	-	нет
70	35	50	да (февраль, 2001)
34,9	7	-	нет

Ист.: На основе статистических данных отдельных стран и МВФ за соответствующий период.

ОБ АВТОРЕ

Ирина Николаевна Юдина закончила Новосибирский государственный университет по специальности «Экономическая кибернетика» в 1983 г. С 1986 по 1990 гг. проходила стажировку и обучалась в аспирантуре Томского государственного университета. В 1991 г. защитила кандидатскую диссертацию по специальности «Политическая экономия». Ученое звание доцента было присвоено в 1997 г. по кафедре «Международные экономические отношения».

Автор более 40 опубликованных работ, в том числе 7 монографий и 10 учебных пособий.

Избранные труды

Юдина И.Н. Мировая экономика в эпоху глобализации: 90-е гг. и перспективы. Барнаул: Изд-во Алтайского ун-та, 1998. 128 с.

Юдина И.Н. Зарождающиеся рынки в условиях финансовой нестабильности. Омск: ООО «Издатель-полиграфист», 2003. 116 с.

Юдина И.Н. Финансовая нестабильность и новые вызовы для развивающихся стран: Монография. Барнаул: Изд-во Алтайского ун-та, 2005. 166 с.

Юдина, И.Н. Природа и причины банковских кризисов (на опыте стран с формирующимися рынками). СПб. : Изд-во НПК «РОСТ», 2008. 146 с.

Юдина И.Н. Финансовая нестабильность: цикличность, пузыри и кризисы. Тюмень: Ист Консалтинг, 2010. 131 с.

Iudina, Irina. Financial Supervision and Moral Hazard on an Emerging Market // Explaining Post-Soviet Patchworks / Ed. by K. Segbers. Vol. 1. London: Ashgate, 2001.

Веб-сайт

<http://ijudina.narod.ru>

По вопросам приобретения книг обращайтесь:
Отдел продаж «ИНФРА-М» (оптовая продажа):

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1

Тел. (495) 380-4260; факс (495) 363-9212

E-mail: books@infra-m.ru

Отдел «Книга—почтой»:

тел. (495) 363-4260 (доб. 232, 246)

Научное издание

Ирина Николаевна Юдина

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА В РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ: ОПЫТ СТАНОВЛЕНИЯ, РАЗВИТИЯ И КРИЗИСОВ

Монография

Подписано в печать 31.05.2012.

Формат 60x88/16. Гарнитура Times New Roman.

Усл. печ. л. 21,56. Уч.-изд. л. 17,17.

Тираж 300 экз. Заказ № 110

Цена свободная.

ТК 424150 – 11778 -- 310512

ООО «Издательский Центр РИОР»

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В.

Тел.: (495) 363-92-15. Факс: (495) 363-92-12

Email: info@rior.ru <http://www.rior.ru>

ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М»

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1.

Тел.: (495) 380-05-40, 380-05-43.

Факс: (495) 363-92-12

E-mail: books@infra-m.ru

<http://www.infra-m.ru>

Отпечатано по технологии «печать по требованию»

www.rior.ru

Email: info@rior.ru

Тел.: (495) 363-92-15

Книги Научно-издательского центра ИНФРА-М:

В МОСКВЕ

БУКВА

ул. Марксистская, 9
тел.: (495) 670-52-17,
670-52-19

Московский дом книги на Арбате (сеть магазинов)

ул. Новый Арбат, 8
тел.: (495) 789-35-91

Библио-Глобус

ул. Мясницкая, д. 6/3, стр.1
тел.: (495) 621-53-36, 621-73-96

Молодая гвардия

ул. Большая Полянка, 28
тел.: (495) 780-33-70, (499) 238-50-01;
ул. Братиславская, 26М
тел.: (495) 346-99-00

Медведково

Заревый пр-д, 12
тел.: (499) 476-16-90, (495) 656-92-97

ТДК «Москва»

ул. Тверская, д. 8, стр. 1
тел.: (495) 629-64-83, 797-87-71

В САНКТ-ПЕТЕРБУРГЕ

Дом книги

Невский пр-т, д.28, литера А
тел.: 8 (812) 448-83-55

Буквоед

Парк культуры и чтения «Буквоед»
Невский пр-т, 46;
Лиговский пр-т, 10 (гостиница «Октябрьская»)
тел.: 8 (812) 601-06-01

В РЕГИОНАХ

Библиоаркет

г. Вологда, Советский пр-т, 12
тел.: 8 (8172) 75-74-24

ИП Мухина Ирина Вячеславовна

г. Омск, ул. Интернациональная, 43
тел.: 8 (3812) 20-18-21

КМ «Библиоаркет»

г. Вологда, ул. Мира, 22
тел.: 8 (8172) 72-22-99

ГЛОБУС

г. Мурманск, Театральный б-р, 8
тел.: 8 (8152) 47-34-50

Знание

г. Новочеркасск, ул. Московская, 56
тел.: 8 (8635) 22-50-21

Ростовкнига

г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 41
тел.: 8 (8632) 40-80-40

ИНТЕРНЕТ-магазины

<http://www.ozon.ru> <http://www.colibri.ru> <http://www.neobook.ru>
<http://www.urait-book.ru> <http://www.bookler.ru> <http://www.bolero.ru>
<http://www.setbook.ru> <http://www.chaconne.ru>