

Глобальный финансовый кризис и его последствия для развивающихся рынков

1. Введение

Когда весной и летом 2007 года лопнул пузырь на жилищном рынке США и начались проблемы в части финансового сектора, обслуживающего этот рынок, немногие ожидали, что последствия затронут так быстро и так сильно всю мировую экономику. Весной 2008 года было уже очевидным, что кризис имеет глобальный характер, хотя у политиков и аналитиков во многих развивающихся странах и странах с переходной экономикой сохранялись иллюзии, что их эти проблемы не затронут, а если даже затронут, последствия не будут серьезными. За немногими исключениями (Балтийские страны и Казахстан, где кризис начался раньше) большинство так называемых развивающихся рынков продолжало высокие темпы роста в первой половине 2008 г., а их проблемы были связаны с перегревом экономики и растущей инфляцией скорее, чем с перспективой экономического спада (см. Домбровски, 2008).

Наконец, после падения мировых цен на основные ресурсы, в том числе нефть и металлы, летом 2008 г. и после банкротства «Lehman Brothers» в сентябре 2008 г., кризис непосредственно коснулся развивающихся рынков, особенно сильно - страны с переходной экономикой в Центральной и Восточной Европе и бывшим СССР. Членство в ЕС (в случае стран Центральной Европы и Балтии) или перспектива этого членства (страны бывшей Югославии, Албания и Турция) не оказались эффективной страховкой от внешних шоков. Причина этого оказалась простой – высокоразвитые страны Западной Европы, т.е. экономического центр ЕС, нашли себя в эпицентре кризиса (хотя на год позже, чем США), с обнаружившимися серьезными перекосами, как в финансовом, так и в реальном секторе. Экономическая политика отдельных стран и международные организации вынуждены были быстро ответить на эти новые вызовы.

Во время подготовки этой статьи (июнь 2009 г.) почти весь мир находится в состоянии глубокого кризиса: первый раз на протяжении многих десятилетий в 2009 г. ожидается падения глобального валового продукта и объемов мировой торговли. Дальнейшая динамика кризиса остается малопонятной, предметом интеллектуальных спекуляций и догадок скорее, чем обоснованных количественных прогнозов (эти последние меняются слишком часто). Неизвестно, как долго кризис будет продолжаться и как глубоким он окажется в конечном итоге.

Более того, практически не существует пока статистическая база для сравнительного анализа первой стадии кризиса в отдельных регионах и странах. Показатели ВВП за первый квартал 2009 года (во многих странах пока предварительные данные) это слишком мало, чтобы делать далеко идущие выводы. Придется подождать публикации статистических данных за весь 2009 год, хотя и они могут оказаться недостаточными (если кризис продолжится в 2010 г.).

Учитывая вышеуказанные ограничения, данная статья концентрируется на анализе причин глобального кризиса, передаточных механизмов, способствующих распространению кризиса из центра мировой экономики к ее перифериям и антикризисных мер экономической политики. Анализ носит более качественный, чем количественный характер, и достаточно много в нем спекулятивных элементов, которые наверно придется корригировать в будущем.

Анализ начинается с дискуссии причин, которые привели к возникновению глобального финансового кризиса (Глава 2). Следующая глава (Глава 3) обсуждает ситуацию развивающихся рынков накануне кризиса, а впоследствии - механизмы и каналы, по которым кризис распространился в менее развитые страны. В этой главе анализируется также проявления кризиса в странах с переходной экономикой, в его ранней стадии. Глава 4 концентрируется на антикризисных мерах экономической политики, с учетом разного масштаба глобальной ответственности и макроэкономических возможностей в странах «центра» мировой экономики и на ее перифериях. Глава 5 занимается реакцией международного сообщества на кризис, в том числе – роли МВФ и Евросоюза, являющихся главными актерами в нашем регионе. В Главе 6 принимается попытка интеллектуальной спекуляции, как может выглядеть мировая экономика после кризиса и, на этом фоне, в каких условиях придет управлять экономика развивающихся рынков.

2. Характеристика кризиса и его причины

Кризис возник в центре мировой экономики, т.е. в финансовом секторе США летом 2007 г. и быстро распространился вне США, сначала в другие высокоразвитые страны, такие как Япония и Западная Европа (первая половина 2008 г.), а потом в экономики развивающихся рынков (вторая половина 2008 года и начало 2009 года). Таким образом, направление движения кризиса оказалось похожим на большинство известных исторических эпизодов (включая Большую депрессию 1929-1933 г.г.) – от центра мировой экономики к ее перифериям. С другой стороны, оно отличается от опыта десятилетней давности, когда серия кризисов на развивающихся рынках (азиатские страны, Россия и СНГ, Латинская Америка) привела к серьезным проблемам в финансовом секторе США.

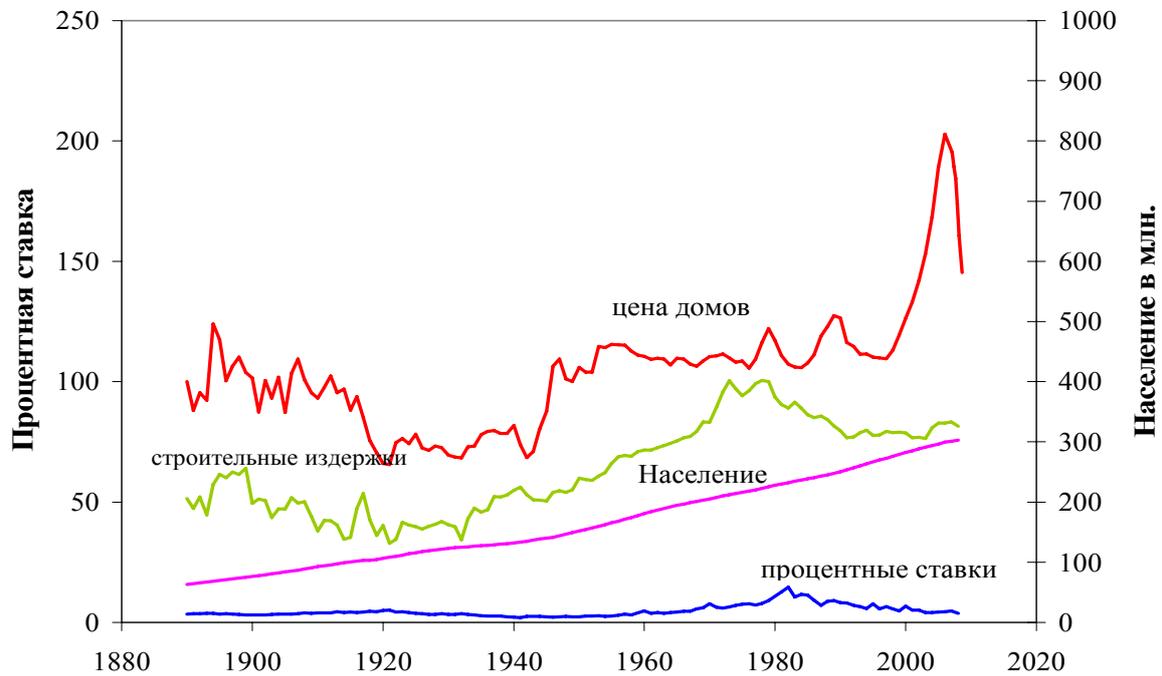
Непосредственной макроэкономической причиной нынешнего кризиса оказался перегрев мировой экономики, которого лучшим доказательством были различные пузыри (Roach, 2009), лопнувшие в течение 2007-2008 гг. Графики 1-3 представляют трех важнейших из них:

1. Пузыря на рынке недвижимости США и многих европейских стран, таких как Греция, Великая Британия, Ирландия, Исландия, Испания, и страны Балтии.
2. Пузыря на фондовом рынке США и других стран, в том числе – большинства развивающихся рынков.
3. Пузырь на глобальном рынке основных ресурсов: нефти, металлов, сельскохозяйственного сырья и продовольствия.

Динамика событий на этих трех ключевых рынках активов была похожа друг на друга, хотя наблюдались определенные тайм-лаги. Например, когда пузыри на жилищном и фондовом рынке лопнули уже в 2007 году, сверх- ликвидность двинулась на рынок нефти и других основных ресурсов, где неравновесие продолжалось накапливаться до

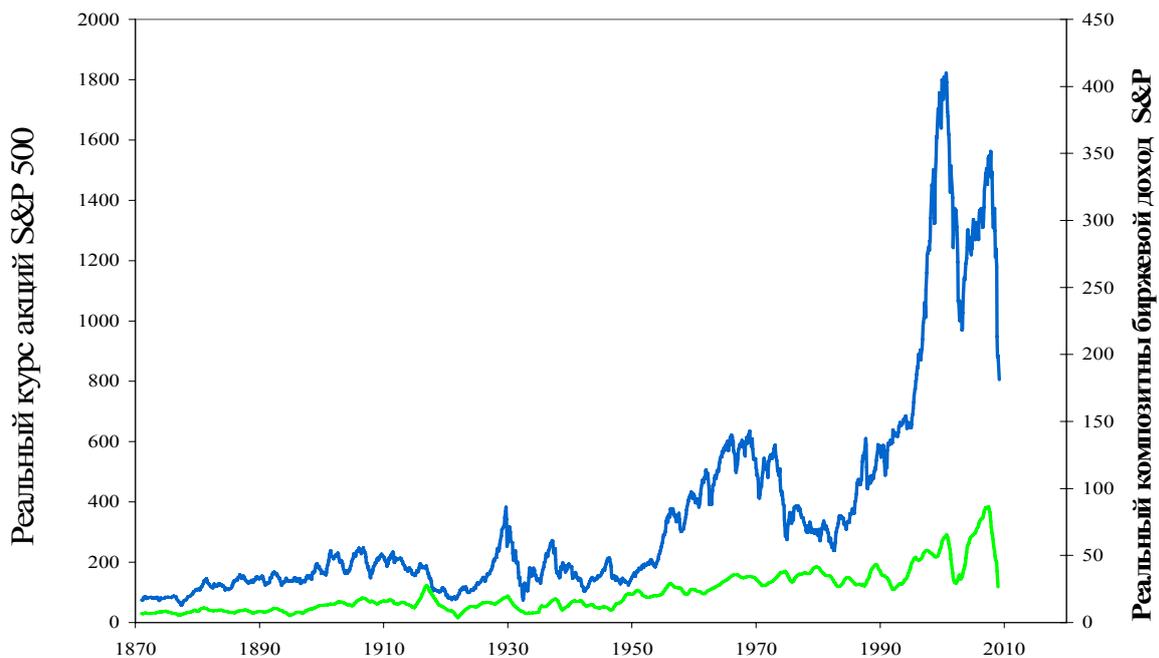
лета 2008 года (своего рода блуждающий пузырь – см. Orlowski, 2008). Наконец, и этот последний пузырь, лопнул.

График 1: Индекс реальных цен недвижимость Case-Schiller в США



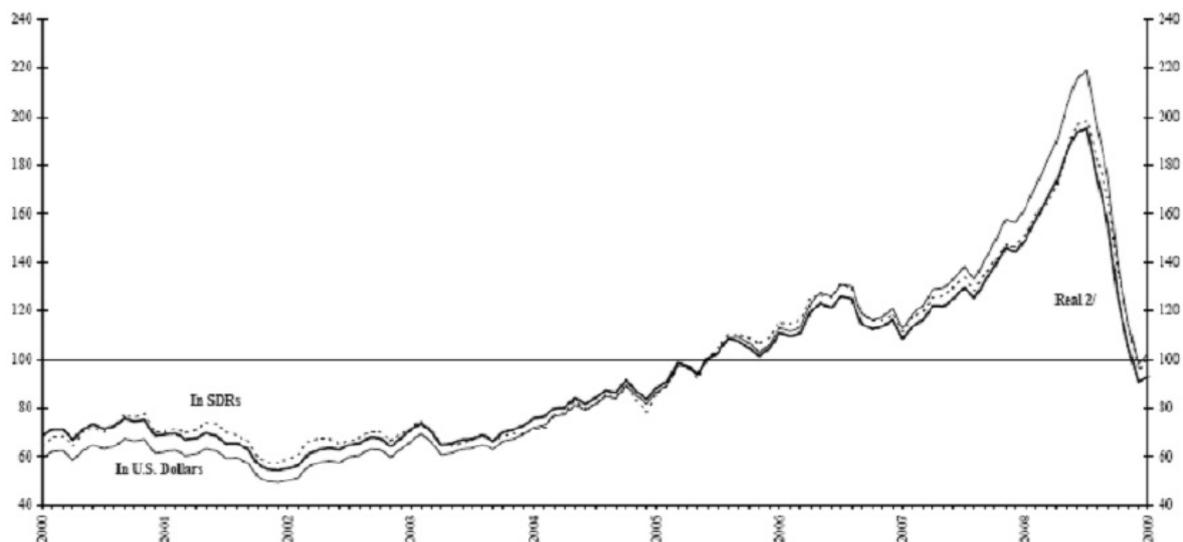
Источник: Schiller (2000) и последующие актуализации, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/fig2-1.xls>

График 2: Реальные курсы акций и композитный индекс биржевых доходов в США, S&P



Источник: Schiller (2000) и последующие актуализации, http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls

График 3: Цены основных ресурсов, включая нефть (дефлятор – ИПЦ США), 2005=100



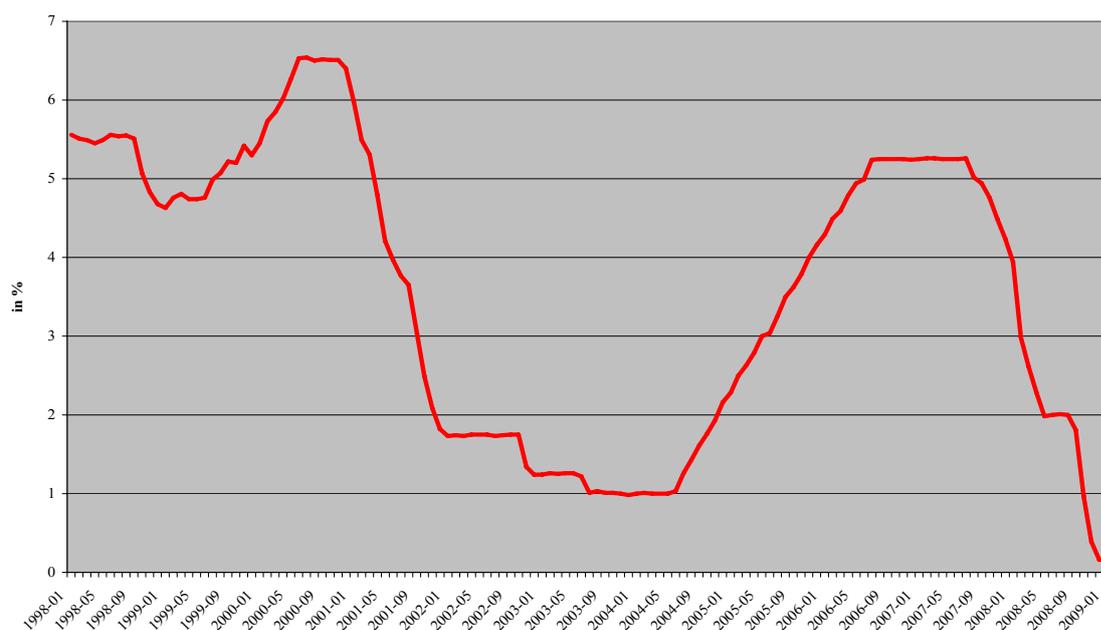
Источник: IMF Primary Commodity Prices, <http://www.imf.org/external/np/res/commod/chart1.pdf>

Если попробовать обнаружить фактора, которые привели к глобальной сверх-ликвидности и созданию этих пузырей, первым кандидатом является слишком мягкая денежная политика Федеральной резервной системы (ФРС) США и некоторых других центральных банков высокоразвитых стран, особенно Банка Японии, в меньшей степени – Европейского центрального банка (ЕЦБ). Начиная с половины девяностых годов, когда в большинстве развитых стран удалось достигнуть относительной стабильности цен, денежная политика фактически сменила свои приоритеты – с борьбы с инфляцией на тонкое достраивание конъюнктуры, с целью избежать рецессии. Эта новая философия макроэкономической политики основывалась на сильном убеждении, что современная экономика может устойчиво расти, без циклических колебаний (так называемая новая экономическая парадигма, особо популярная в США в конце предыдущего столетия).

Если посмотрим на График 4, окажется что за последние 10 лет ФРС три раза прибегал к агрессивному снижению своих учетных ставок. Первый раз произошло это в конце 1998 г., когда серия финансовых кризисов на развивающихся рынках (Юго-восточная и Восточная Азия, Россия и СНГ, Бразилия) пошатнула финансовой стабильностью некоторых крупнейших американских инвестиционных банков и фондов (особенно огромного хедж-фонда Long Term Capital Management). Следующий эпизод был связан с лопнувшим пузырем на фондовом рынке США в конце 2000 г. (это касалось, в первую очередь фирм сектора новых технологии), а потом – последствиями теракта 11 сентября 2001 г. В результате, в 2002 году учетная ставка ФРС (Federal fund rate) упала до рекордно низкого уровня 1% и держалась на этом уровне до 2004 года.

ФРС побоялся ужесточить свою денежную политику раньше из-за желания противодействовать риску дефляции и глубокой рецессии (смотри Greenspan, 2004), хотя этот риск (особенно дефляции) был сильно преувеличенным. Нежелательным, хотя неизбежным, результатом такой политики оказались сверх-ликвидность и различные пузыря, как в экономике США, так и во всем мире.

График 4: Эффективная учетная ставка ФРС (Federal Funds Rate), in %, 1998-2009



Источник: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>

Третья похожего типа интервенция имела место при первых признаках нынешнего кризиса, осенью 2007 г. и в начале 2008, когда ГРС опять агрессивно снизил свою учетную ставку – сначала с 5,25% до 2%, а потом, в течение 2008 г., до 0,15%. Первая фаза этой интервенции (конец 2007 г. и начало 2008) лишь только долила масла в огонь: сверх- ликвидность двинулась с жилищного и фондового рынка США на рынки сырья и рынки валют развивающихся стран, курс доллара США упал, а инфляционное давление на развивающихся рынках – усилилось. Особо выразительно инфляционные последствия этой политики проявились в странах СНГ и Ближнего Востока.

Кроме денежной политики ФРС виновным есть и своего рода меркантилистская политика ряда менее развитых стран, которые накопили золотовалютные резервы в огромных масштабах, чтобы не допустить номинального укрепления своих валют. Это касалось, в первую очередь, Китая, Индии и нефтяных стран (в том числе – России, Казахстана и Азербайджана), но наблюдалось также и в других развивающихся экономиках, особенно тех, где национальные валюты были привязаны к доллару США (практически все СНГ, Ближний Восток, большинство стран Азии и часть Латинской Америки).

Можно назвать разные причины, которые способствовали «меркантилистской» политике, например, желание повторить успешный опыт развития «азиатских тигров» 20-30 лет назад, базирующийся на ведущей роли экспорта. Другой причиной была попытка избежать повторения ужасного опыта валютных кризисов девяностых годов, когда недостаточные золотовалютные резервы заставляли обращаться к МФВ за поддержкой, что многие правительства считали унизительной необходимостью. Кстати, сам МФВ сильно поддерживал политику накопления значительных золотовалютных резервов как амортизатора против неожиданных шоков.

Однако, «меркантилистская» политика имела свою цену, как внутри отдельных стран, так и в глобальном плане. В отдельных развивающихся экономиках она привела к

растущему инфляционному давлению (смотри ниже) и выращиванию пузырей в национальном масштабе, особенно на кредитном рынке и рынке недвижимости. С точки зрения глобальной экономики рост совокупных золотовалютных резервов транслировался на дополнительный рост глобальной ликвидности, так как каждый отдельный центральный банк развивающихся стран размещал свои резервы на международном финансовом рынке, в первую очередь, покупая казначейские обязательства правительства США и других высокоразвитых стран, эмитентов главных валют. А это разрешало проблему финансирования, как бюджетного дефицита США, так и растущего дефицита на текущем счете платежного баланса этой страны.

В связи с этим можно сказать, что продолжающийся несколько лет спор, какой именно фактор отвечает, в первую очередь, за растущее глобальное неравновесие, либо избыток накоплений в развивающихся странах (*global savings glut*, см. Bernanke, 2005), либо сверх- ликвидность в развитых странах (*global liquidity glut* – см. Gros et al., 2006) был, в определенной мере, беспредметным. На самом деле, это были две зеркальные стороны того же самого явления – быстрого роста глобальной ликвидности.

Самым интересным остается вопрос, почему инфляционные последствия чрезмерной глобальной ликвидности проявились так поздно, лишь только около 2006-2007 годов? На этот счет существует много гипотез, и они нуждаются в дальнейшем эмпирическом исследовании.

Одна из них ссылается на последствия рыночных реформ во многих странах мира проводимых в девяностые годы, не только в Центральной и Восточной Европе и бывшем СССР, но также в Китае, Индии, Вьетнаме, других странах Азии, Латинской Америке, и на Ближнем Востоке. В их результате, а также в результате либерализации международной торговли (эффект договора в Марракеше о создании ВТО, подписанного в 1994 г.¹) усилилась международная конкуренция и произошел ценовой шок (давление на снижение цен) на рынке промышленных товаров ширпотреба и многих услуг. Этот шок помог сдерживать несколько лет инфляционные последствия мягкой денежной политики.

Похожим был эффект роста спроса на деньги. Это касалось как доллара США, который оставался главной транзакционной валютой, обслуживающей быстро растущие объемы мировой торговли, так и национальных валют многих стран, пользующихся растущим доверием населения. Этот последний эффект наблюдался, например, в странах СНГ.

Наконец, значительная часть чрезмерной ликвидности абсорбировалась финансовыми рынками, приводя к выращиванию выше упомянутых пузырей. К сожалению, стандартные показатели инфляции, такие как индекс потребительских цен или индекс производственных цен не охватывал роста цен на рынке финансовых активов.

Очень низкие процентные ставки и избыток ликвидности способствовали также распространению высоко рискованных инвестиций и инструментов в финансовом секторе. Помимо просчетов в денежно-кредитной политике, возникновение кризиса и

¹ Некоторые приложения к этому договору, например о либерализации рынка текстильных изделий, вошли в жизнь лишь только в 2005 г. В результате, эффект так называемого Уругвайского раунда либерализации мировой торговли растянулся на более чем 10 лет.

его глубина были обусловлены недостатками институционального и регуляторного режима в финансовом секторе и на финансовых рынках.

Возможно, наиболее серьезные проявления системной несогласованности заключались в отсутствии международной координации в области макроэкономической, в том числе денежной, политики и отсутствием финансового надзора за тесно интегрированными мировыми финансовыми рынками на сверх- национальном уровне. Кроме того, свою роль сыграло и несовершенство национального финансового надзора, который зачастую отличался профессиональной слабостью и неспособностью отслеживать и контролировать новые финансовые продукты.

Традиционная секторальная сегментация системы финансового надзора (отдельные государственные органы, контролирующие банковский сектор, страховые компании, фондовый рынок, пенсионные и инвестиционные фонды, и т.д.) не позволяла ей идти в ногу с быстро развивающейся межсекторальной интеграцией финансовых институтов, проявлявшейся, в частности, в создании таких крупных финансовых конгломератов, как корпорация AIG .

Виноваты также и проциклические пруденциальные стандарты (набор стандартов Базель II носит еще более проциклический характер, чем Базель I), несовершенные методики оценки рисков, неспособные уследить за финансовыми инновациями, и порочные системы материального стимулирования. Например, вознаграждение работы менеджеров зависело от уровня краткосрочной прибыли, а оплата за услуги рейтинговых агентств производилась клиентами, которые подлежали их оценке. Вышеуказанные перекосы способствовали росту уровня рисков в финансовом секторе, а также усиливали силу циклических колебаний.

3. Развивающиеся рынки: от процветания к кризису

В новом тысячелетии мировая экономика, особенно сегмент развивающихся рынков, переживала беспрецедентный период процветания, когда в большинстве стран мира отмечались высокие или очень высокие темпы экономического роста (иногда выше 10% в год), вне зависимости от качества проводимой ими экономической политики. В Таблице 1 представлены темпы экономического роста в странах СНГ за период 2003-2008, когда уже наблюдался перегрев глобальной экономики.

Конечно, как было сказано в предыдущей главе, во многих странах проводились серьезные экономические реформы в девяностых годах, а глобальные товарные и финансовые рынки сильно интегрировались, в результате этих реформ и либерализации мировой торговли.

Однако, высокие темпы роста, отмечались и в странах, которые реформ не проводили либо вообще, либо в ограниченных масштабах (пример Туркменистана, Узбекистана и Беларуси в СНГ). Значительная часть экономического роста отдельных стран «импортировалась», как результат хорошей международной конъюнктуры обусловленной, помимо других факторов, наличием глобальной сверх- ликвидности. Способствовали тому такие передаточные механизмы, как рост глобального спроса, в том числе на основные ресурсы, рост цен на эти ресурсы, растущий спрос на рабочую силу с менее развитых стран, обилие финансовых ресурсов, низкие ставки заимствования на международных кредитных рынках, низкие премии риска, и.т.п.

Таблица 1: Темпы роста реального ВВП в странах СНГ, в % к предыдущему году

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Производители нефти и газа						
Азербайджан	10.5	10.4	24.3	30.6	23.4	11.6
Казахстан	9.3	9.6	9.7	10.7	8.9	3.2
Россия	7.3	7.2	6.4	7.7	8.1	5.6
Туркменистан	17.1	14.7	13.0	11.4	11.6	9.8
Другие страны СНГ						
Армения	14.0	10.5	14.0	13.2	13.8	6.8
Беларусь	7.0	11.5	9.4	10.0	8.6	10.0
Грузия	11.1	5.9	9.6	9.4	12.4	2.0
Кыргызстан	7.0	7.0	-0.2	3.1	8.5	7.6
Молдова	6.6	7.4	7.5	4.8	4.0	7.2
Таджикистан	10.2	10.6	6.7	7.0	7.8	7.9
Украина	9.6	12.1	2.7	7.3	7.9	2.1
Узбекистан	4.2	7.7	7.0	7.3	9.5	9.0
Сравнительные данные						
Евросоюз	1.5	2.6	2.2	3.4	3.1	1.1
Центральная и Восточная Европа	4.9	7.3	6.0	6.6	5.4	2.9
СНГ и Монголия	7.8	8.2	6.7	8.4	8.6	5.5

Комментарий: желтое поле – предварительная оценка МВФ

Источник: World Economic Outlook Database IMF, April 2009.

В общем, мировая экономика, особенно развивающиеся рынки, росли выше своего потенциала, и теперь приходится за это расплачиваться. Должны об этом помнить те политики и комментаторы в отдельных странах, которые обвиняют внешние шоки за нынешний кризис, забывая, что их страны слишком долго развивались «в кредит».

Если посмотреть на механизм распространения нынешнего кризиса из высокоразвитых стран в развивающиеся рынки, во второй половине 2008 г. и первой половине 2009 г., задействовали, с точностью наоборот, те же самые каналы, которые раньше способствовали «импорту» высоких темпов экономического роста. По развивающимся экономикам ударило снижение мирового спроса на товары и услуги, падение международных цен на основные энергетические и сырьевые ресурсы, глобальный дефицит ликвидности, порожденный им отток капитала и растущее нежелание инвесторов принимать на себя риск. Порой им также пришлось столкнуться с проблемами, возникшими у находящихся в развитых странах головных финансовых институтов, а также с повышенной неустойчивостью валютного курса (в том числе конкурирующим обесценением валюты основными торговыми партнерами и конкурентами) и снижением спроса на мигрантов на рынке труда. Последствия второго раунда кризиса могут проявиться, кроме того, в проблемах банковского сектора, которые будут вызваны неплатежеспособностью клиентов, в результате рецессии и обесценения курса национальных валют (при наличии больших долговых обязательств в иностранной валюте).

Как и предшествовавшее им процветание, финансовый кризис и вызванная ним рецессия имеют поистине глобальный характер. Согласно прогнозам МВФ, опубликованным в апреле и июле 2009 г., впервые со времен второй мировой войны, может произойти сокращение глобального валового продукта в 2009 г. (см. Таблица 2). Однако, эффекты глобальной рецессии раскладываются неравномерно. Самый большой удар нанесен по наиболее развитым странам и тем развивающимся рынкам, которые

наиболее открыты на экономическое сотрудничество с высокоразвитыми странами. К этой группе принадлежит как Центральная и Восточная Европа, так и СНГ. Первый регион сильно зависит от потребительского и инвестиционного спроса в высокоразвитых странах ЕС, второй – от цен на энергию и другие первичные ресурсы, которые резко упали, в сравнении с летом 2008 г.

Таблица 2: Прогноз изменений в реальном ВВП в 2009 г., в % к 2008 г.

Страна/ регион	2009
Весь мир	-1,4
США	-2,6
Евросоюз	-4,7
Зона Евро	-4,8
Япония	-6,0
Корея	-3,0
Китай	7,5
Индия	5,4
Бразилия	-1,3
Мексика	-7,3
Ближний Восток	2,0
Африка	1,8
Центральная и Восточная Европа	-5,0
Россия	-6,5
СНГ	-5,8

Источник: World Economic Outlook Database IMF, July 28, 2009 update.

Согласно прогнозу МВФ, опубликованному в апреле 2009 г., самого большого спада в этом году ожидается в странах Балтии (-12% в Латвии, -10% в Эстонии и Литве) и Украине - -8%.

Крупные развивающиеся страны – Китай, Индия и Бразилия – сохраняют, скорее всего, положительный рост, хотя более низкий, чем в предыдущие годы. Это возможно из-за очень большей роли внутреннего спроса в этих экономиках, а также продолжения относительно благоприятной конъюнктуры на продовольственные товары и аграрные ресурсы.

Таблица 3, в свою очередь, представляет глубину финансового шока в отдельных странах, согласно трем показателям: падения курса национальной валюты к доллару США, роста разницы в доходности государственных облигаций и падения средних индексов на фондовых рынках. Хотя конкретный состав показателей, метод их ранжирования, период анализа и неполная сопоставимость данных внушают осторожность в формулировании далеко идущих выводов, особенно сравнительного характера, все-таки данные Таблицы 3 не оставляют сомнения, что страны Центральной и Восточной Европы и страны СНГ были затронуты финансовым кризисом особо сильно.

Обесценение национальных валют, хотя многим кажется целесообразным для стимулирования экспорта, а прежде всего, как протекционистская мера защиты отечественного производителя от внешней конкуренции, на самом деле имеет разнообразные, не всегда благоприятные последствия. Прежде всего, оно провоцирует рост внутренних цен и этот эффект является особо сильным в малых, открытых экономиках, а также в странах с высоким уровнем долларизации/ евроизации. В связи с

этим, влияние девальвации на конкурентоспособность экономики может оказаться кратковременным, если внутренние цены и зарплата скоро скомпенсируют эффект падения курса.

Таблица 3: Распространение кризиса финансовыми каналами, 09.2008– 05.2009

Рейтинг г**	Страна	Обесценение валюты (%)	Разница в доходности государственных облигаций (Bps)	Фондовый рынок (%)
1	Украина	-59.9	733	-66
2	Аргентина	-21.4	735	-58
3	Венгрия	-18.9	283	-58
3	Польша	-35.2	127	-53
5	Ямайка	-20.4	439	-51
6	Гана	-28.0	448	-35
7	Россия	-22.0	144	-44
8	Казахстан	-22.0	167	-34
9	Болгария	-1.5	175	-51
10	Мексика	-22.6	73	-35
11	Турция	-21.7	44	-40
12	Греция	-1.2	95	-47
13	Шри-Ланка	-6.6	464	-27
14	Индонезия	-8.8	85	-29
15	Австрия	-1.2	39	-49
15	Пакистан	-6.3	132	-26
17	Сальвадор	-0.3	176	-35
18	Вьетнам	-7.1	53	-33
19	Италия	-1.2	13	-50
20	Ливан	-0.3	57	-45
21	Нидерланды	-1.2	17	-42
22	Бразилия	-8.4	36	-28
23	Бельгия	-1.2	14	-36
23	Чили	-5.5	80	-14
23	Тунис	-7.7	62	-14
26	Эквадор	0.0	2528	-13
26	Египет	-3.4	-137	-39
28	Испания	-1.2	20	-31
29	Франция	-1.2	11	-34
30	Колумбия	-3.4	63	-10
30	Германия	-1.2	0	-34
32	Малайзия	-0.9	81	-12
33	Филиппины	-0.1	53	-21
34	Перу	-0.4	42	-15
35	Южная Африка	1.5	39	-20
36	США	0.0	0	-24
37	Япония	9.2	-5	-17
38	Китай	0.3	-31	-11

Комментарий: ** Рейтинг от наиболее до наименее затронутой страны; обесценение валюты в сравнении с долларом США (данные Wall Street Journal), падение фондового рынка согласно данным Всемирного банка (GEM), японские данные из MSCI Barra. В странах ЕС доходность государственных облигации сравнивается с доходностью облигации Германии (данные The Economist), в других странах – с доходностью казначейских облигации США (данные GEM Всемирного банка).

Источник: Ali, Dadush & Falcao (2009)

Не должна быть также сюрпризом ситуация, в которой падение ВВП и реального спроса сопровождается продолжением высокой инфляции, ситуация наблюдаемая во многих странах региона. Правда, инфляция несколько снизилась в сравнении с ее

пиком летом 2008 года, но показатели отдельных стран сильно отличаются друг от друга, в зависимости, что произошло с валютным курсом данной страны.

Падение курса валюты порождает также ряд неприятных последствий в финансовой сфере: неплатежеспособность многих экономических субъектов, которые заимствовали в иностранной валюте, а в связи с этим - ухудшение кредитного портфеля банков, автоматический рост доли госдолга в ВВП и издержек на его обслуживание, падение доверия национальной валюте и утечку капитала. Наконец, обесценение курса одной валюты провоцирует спекулятивное давление на валюты стран-соседей.

4. Антикризисные меры: центр и периферия

Конкретные антикризисные меры должны основываться на учете экономических условий и доступных ресурсов в данной экономике. Однако есть и ряд общих рекомендаций, которым должны попытаться следовать все страны.

Во-первых, надо избегать протекционистских мер и политики «экспорта» проблем своим соседям, которые способны лишь углубить глобальную рецессию (как случилось в 1930-х гг.). Это касается не только «классического» торгового протекционизма, например, повышения импортных пошлин или усиления нетарифных мер импортной защиты, но также выше упомянутой конкурентной девальвации валюты, субсидирования и других мер государственной поддержки отечественным производителям, ограничений в импорте рабочей силы², и т.п.

Во-вторых, правительства не должны поддаваться искушению национализации частных предприятий (во имя оказания им поддержки или защиты рабочих мест) и расширения государственного сектора на постоянной основе, что чревато снижением производительности, чрезмерным увеличением фискального бремени в будущем, политизацией предпринимательской деятельности, коррупцией и ориентацией на рентные доходы.

Национализация должна рассматриваться лишь в качестве временной пожарной меры и только применительно к банкам и другим финансовым институтам, имеющим системное значение, а также лишь в тех случаях, когда отсутствуют другие варианты их оздоровления/рекапитализации (например, нет шансов найти достаточно быстро частных инвесторов). Каждое решение о национализации должно, с самого начала, сопровождаться четкой стратегией повторной приватизации, когда ситуация на финансовом рынке стабилизируется.

В-третьих, многим странам необходимо вернуться к структурным и институциональным реформам, забытым во время процветания, чтобы смягчить последствия кризиса и повысить потенциал экономического роста в пост-кризисный период. Такие пакеты реформ должны учитывать конкретные условия каждой страны,

² За немногими исключениями (свободное движение рабочей силы внутри Евросоюза или между Канадой и США), трудовая миграция не регулируется международными договорами, и она остается предметом односторонних регуляций в странах принимающих мигрантов. Поэтому очень легко принимать ограничительные меры в этой сфере, особенно под лозунгом борьбы с безработицей и защиты отечественной рабочей силы. Они наносят сильный удар по экономикам ниже развитых стран (в нашем регионе страны Средней Азии, Южного Кавказа, Балканы, Молдова), где доходы от трудовой миграции составляют значительную долю ВВП.

тем не менее, их стратегическим ориентиром должна быть попытка увеличения гибкости рынков труда и товаров, улучшение делового климата, борьба с коррупцией, приватизация оставшихся государственных предприятий и рационализация социальной сферы.

В-четвертых, следует подвергнуть тщательному пересмотру систему финансового надзора, как на национальном, так и наднациональном уровне (например, внутри ЕС, и в глобальном масштабе)³.

В-пятых, то же можно сказать и относительно глобальной и региональной координации макроэкономической политики, а также успешного завершения переговоров «Дохийского раунда» о дальнейшей либерализации мировой торговли. В связи с этим весьма оптимистичными представляются недавние решения G-20 относительно реформирования структуры МВФ и Всемирного банка, расширения их мандатов и изменения в системе квот, повышающих силу голоса развивающихся стран.

Дальнейшие рекомендации, особенно в области макроэкономической политики и финансового регулирования, зависят от роли данной страны в мировой валютной и финансовой системе. Грубо говоря, есть страны мирового «центра» и мировой «периферии».

К первой группе принадлежат страны, чья валюта широко используется вне их национальной юрисдикции в качестве международного платежного средства и средства накопления. Это, в первую очередь, доллар США, потом евро и, в несколько меньшей степени, японская иена, швейцарский франк и британский фунт. На территории этих стран находятся также штаб-квартиры крупнейших транснациональных банков и других финансовых институтов. Эти страны могут получать эмиссионную ренту от экспорта своих валют и значительную часть прибыли, выработанной финансовым сектором. Однако, с другой стороны, они несут особую ответственность за удовлетворение спроса мировой экономики на деньги и восстановление работоспособного финансового сектора в глобальном масштабе.

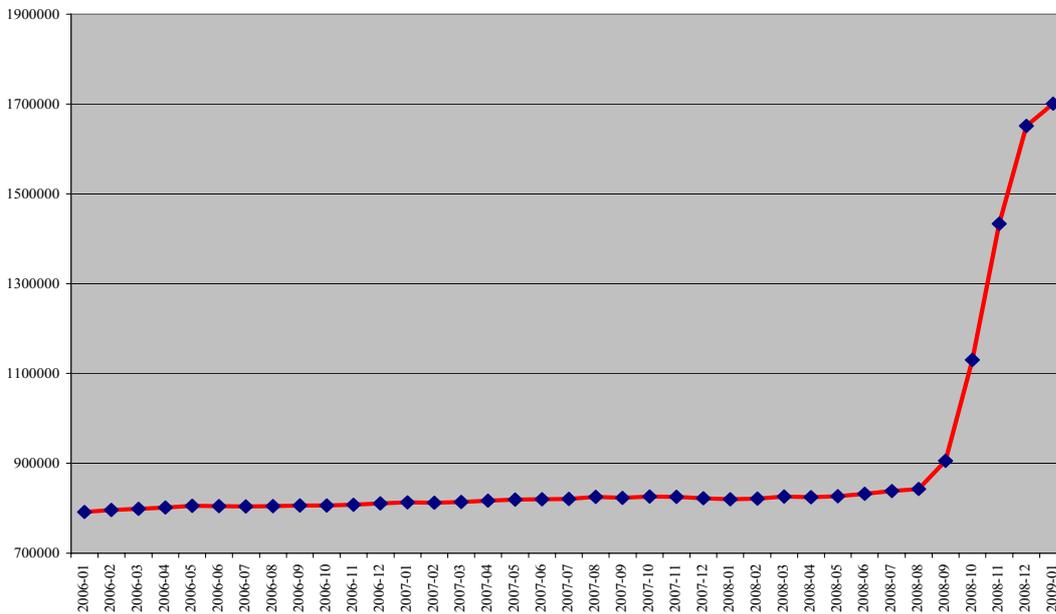
Осенью 2008 года, после системного краха финансового посредничества (и связанного с ним резкого снижения денежного мультипликатора), последовавшего за банкротством «Lehman Brothers», повысился спрос со стороны экономических субъектов во всем мире на самые ликвидные платежные средства, т.е., наличные деньги и депозиты до востребования. Кроме этого началось бегство от многих национальных валют (особенно в развивающихся экономиках) к доллару и другим глобальным валютам, которых держатели финансовых активов считали относительно безопасной «гаванью».

Если ведущие центральные банки, особенно ФРС, не ответили бы на этот дополнительный спрос, Мировой экономике угрожала бы еще более глубокая рецессия и, возможно, дефляционная спираль. Помнив печальный опыт Великой депрессии тридцатых годов (кстати, нынешний глава ФРС долгие годы занимался, как ученый, исследованием этого эпизода) ФРС, а вслед за ней другие ведущие центральные банки,

³ Доклад группы экспертов, приглашенных Председателем Европейской комиссии, под руководством Жак дэ Ларозер (De Larosiere et al., 2009) дает интересные предложения, как устранить системные и регуляторные недостатки на Европейском и глобальном финансовых рынках.

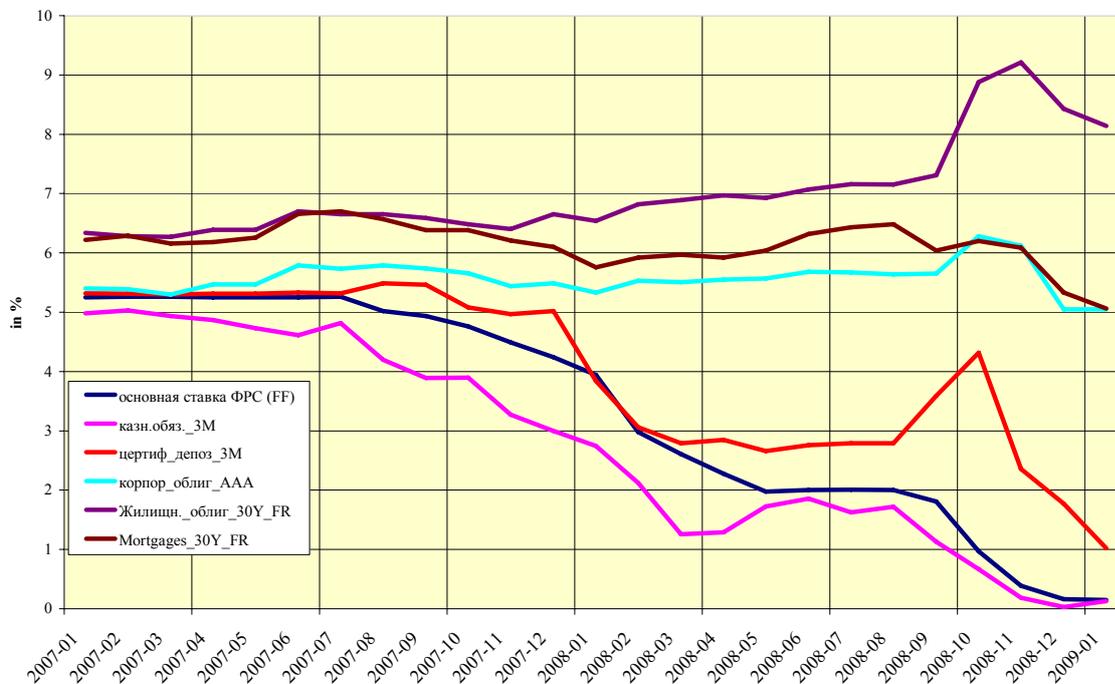
приняли беспрецедентные меры по увеличению объема резервных денег (смотри График 5 в отношении к ФРС).

График 5: Резервные деньги (денежная база) ФРС, млн. долларов США



Источник: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>.

График 6: Разрыв между ставками ФРС, а рыночными ставками на рынке США



Источник: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/> и расчеты автора

Когда радикальное снижение учетной ставки ФРС почти к нулю не принесло ожидаемых эффектов из-за высоких премий риска в финансовом секторе (рыночные

процентные ставки продолжали расти – смотри График 6), ФРС начал так называемое количественное смягчение денежной политики. На практике это означало покупку казначейских обязательств Правительства США, коммерческих облигаций, разного типа финансовых инструментов на рынке недвижимости, и т.п. Эти нестандартные меры помогли удвоить денежную базу ФРС на протяжении четырех месяцев. Вслед за ФРС пошли Банк Англии, Банк Японии и, в меньшей степени, ЕЦБ.

В обычные времена такого типа денежная политика считалась бы, совершенно справедливо, популистской и авантюристкой. Однако в условиях беспрецедентного паралича финансового сектора она оказалась необходимостью. Однако, эта политика несет за собой ряд вызовов и рисков, которых сила будет расти по мере того, как мировая экономика начнет преодолевать рецессию.

Главные из них заключаются в следующих фундаментальных вопросах: до какой степени можно увеличивать денежную базу, как отказаться от монетарного стимулирования, когда на смену риску дефляции придет опасность инфляции или стагфляции (не повторится ли опыт 2002-2003 гг., когда ФРС побоялся ужесточить денежную политику слишком рано?), что делать с активами плохого качества, накопленными некоторыми центральными банками (в частности, ФРС) в процессе агрессивного расширения денежной базы, и сохранилась ли на практике независимость центральных банков, особенно ФРС, от исполнительной и законодательной власти? На эти вопросы мы получим ответы уже в ближайшее будущее.

В этом анализе «периферийным» считается все страны, которые не принадлежат к «центру». Их положение, задачи и эффективные ресурсы для борьбы с кризисом являются совершенно другими, чем в странах «центра».

В частности, центральные банки «периферийных» экономик не должны повторять вышеописанного поведения ФРС и других ведущих центральных банков по одной простой причине: их валюты не пользуются той степенью доверия, что валюты экономического «центра». Более того, экономические субъекты стран «периферии», в отличие от экономических субъектов стран «центра» заимствуют не только в отечественной валюте, но также в иностранной валюте. В связи с этим денежная экспансия может очень легко привести к падению валютного курса (со всеми неприятными последствиями – смотри Главу 3), бегству от национальной валюты, паническому оттоку капитала, повторной долларизации/ евроизации, банкротству предприятий и домашних хозяйств, задолженных в иностранной валюте, всплеску инфляции, и т.п.

Этот тяжелой урок уже испытали, в ранней стадии нынешнего кризиса, центральные банки России, Украины, Казахстана, Польши, Турции, Румынии и нескольких других стран с переходной экономикой. Попытки пополнить экономику деньгами в целях оказания помощи реальному сектору лишь только усилили стремление избавиться от национальной валюты и усугубили воздействие кризиса.

Еще более сложная ситуация складывается в сфере фискальной политики. Нынешний кризис вернул интерес к стандартной кейнсианской доктрине активного фискального стимулирования совокупного спроса, далеко выходящей за рамки так называемых автоматических фискальных стабилизаторов, связанных с естественным падением государственных доходов и ростом расходов (на социальную поддержку) во время

экономического спада. Многие развитые страны, особенно США, Великая Британия, Испания, Ирландия (но также Китай), продекларировали намерение пойти этим путем. К всеобщему фискальному стимулированию, международно скоординированному, призывал также МВФ (см. IMF, 2008) и, в меньшей степени, Евросоюз (см. Council of the European Union, 2008).

Однако предложение активно использовать фискальное стимулирование для борьбы с рецессией вызывает много сомнений на счет его целесообразности и реальности (смотри например, Balcerowicz & Rzonca, 2008). Во-первых, активное фискальное стимулирование нуждается в дополнительном заимствовании на частично парализованном финансовом рынке. У многих стран, особенно принадлежащих к экономической «периферии», возможность заимствования во время кризиса сильно ограничена и попытка наращивать бюджетный дефицит может легко привести к дефолту⁴.

Но даже те страны, которые находятся в более благоприятном положении (т.е. имеют сравнительно небольшой государственный и внешний долг или значительные финансовые резервы, как в случае нефтедобывающих стран) и обладают более надежной репутацией на рынке, должны хорошо подумать прежде, чем прибегать к агрессивному фискальному стимулированию.

Во-первых, надо учесть долгосрочные бюджетные ограничения. У многих стран уровень госдолга был уже опасно высоким накануне кризиса, а в условиях падения ВВП и обесценения многих национальных валют он автоматически увеличился. Более того, большинству стран Европы, Северной Америки и частично Азии придется столкнуться с долгосрочным вызовом в области государственных финансов, который связан со старением населения в ближайшие десятилетия (что значительно увеличит расходы на государственные пенсионные системы и систему здравоохранения).

Во-вторых, если запустить фискальное стимулирование политически просто, то приостановить или изменить его направление (в сторону ужесточения фискальной политики) намного труднее.

В-третьих, фискальное стимулирование зачастую связано с опасностью явного или скрытого протекционизма (поддержка для отечественных производителей, банков, при условии, что они будут оказывать предпочтение отечественным клиентам, и т.п.). Протекционистский риск легко объясняется политэкономией законодательного процесса: нелегко задействовать деньги налогоплательщиков в пользу иностранных субъектов.

И, наконец, крупномасштабное фискальное стимулирование может означать дополнительное вытеснение частного сектора, а также стран «периферии» из кредитных рынков.

Несмотря на эти риски, у стран «центра» нет другого выбора, как взять на себя фискальную ответственность за восстановление глобальной финансовой системы и

⁴ Кстати, похожие ограничения появляются у некоторых стран зоны Евро, например, Греции, Италии, Испании и Ирландии.

помочь тем, кто находится на «периферии», преодолеть кризисные процессы, вызывающие обесценение их валют.

Без проведения «ремонта» мировой финансовой системы вряд ли можно рассчитывать на скорое окончание рецессии. Часть или большинство государственных ресурсов, задействованных в реабилитацию обанкротившихся банков и других финансовых институтов, имеющих системное значение, можно будет вернуть в результате их повторной приватизации.

5. Финансовая помощь странам периферии

Необходимость финансовой поддержки со стороны стран «центра» касается и стран «периферии», которых особо сильно затронул нынешний кризис. Если оставить их вне внимания, кризис будет дальше распространяться и углубляться, а его обратная волна может ударить опять по странам «центра», как это произошло в конце девяностых годов. Кажется, что этот недавний исторический урок был хорошо запомнен, и с самого начала нынешнего кризиса поддержка странам «периферии» находилась высоко в иерархии приоритетов высокоразвитых стран.

Центральную роль пришлось сыграть в этом процессе МФВ, который считался уже почти мертвой организацией в предыдущие годы (из-за отсутствия стран желающих получать финансовую поддержку). Ситуация резко поменялась, начиная с лета 2008 г. В конце июля 2009 г. активные программы заимствования в МВФ имеет 48 стран мира, в том числе – 13 стран с переходной экономикой⁵:

- Армения, Беларусь, Босния и Герцеговина, Венгрия, Грузия, Латвия, Монголия, Румыния, Сербия и Украина; все они получили программы SBA, т.е. договор стэнд-бай;
- Польша (FCL, Гибкая кредитная линия);
- Таджикистан (программа PRGF, т.е., борьбы с бедностью и поддержки экономического роста);
- Кыргызстан (программа ESF, т.е., компенсирования внешних шоков).

В начале апреля 2009 г. лондонский саммит Группы двадцати (G-20) принял решение об увеличении ресурсов МФВ на 1,1 триллиона долларов США, что дает этой организации возможность широкомасштабной борьбы с кризисом в развивающихся экономиках (London Summit, 2009).

Вторым серьезным международным актером, особенно в нашем регионе, есть Европейский союз, хотя его финансовые возможности оказать экстренную финансовую поддержку странам, затронутым финансовым кризисом, более ограничены, чем в случае МФВ. Это касается даже стран-членов ЕС, таких как Венгрия, Латвия и Румыния, стран – потенциальных кандидатов в ЕС (Сербия, Босния и Герцеговина) или стран Европейского экономического пространства, тесно связанных с ЕС (Исландия). Активная роль ЕС ограничена к относительно небольшим программам экстренной финансовой помощи, в дополнение средств МВФ и Всемирного банка, иногда дополнительной мобилизации средств структурных фондов ЕС для данной страны и координации помощи со стороны стран-членов. Есть также прецеденты финансовой

⁵ Смотри <http://www.imf.org/external/np/tre/activity/2009/073009.htm#tab2a>

поддержки оказанной ЕЦБ национальным центральным банкам стран ЕС, не будущих членами Экономического и денежного союза.

Главная причина ограниченной роли ЕС, даже в отношении его стран-членов, это относительно небольшой бюджет на союзном уровне (около 1% ВВП стран-членов). Он направлен на финансирование Совместной аграрной политики, структурных программ и так называемого Фонда сплоченности, финансовой и технической помощи малоразвитым странам, европейских исследовательских программ, и т.п. У органов Евросоюза нет правового мандата для изменения направления этих расходов или мобилизации дополнительных ресурсов в экстренных случаях (см. Dabrowski, 2009).

6. Мир после кризиса

В конце июля 2009 г. сложно предсказать продолжительность и степень тяжести кризиса, а также перспективы пост- кризисного развития мировой экономики, а тем более - экономики отдельных стран. В общем, они будут зависеть от качества антикризисного управления, как в глобальном, так и национальном масштабе.

Оптимистический сценарий основывается на надежде, что отдельным странам удастся избежать протекционистских искушений, а нынешний раунд переговоров про дальнейшую либерализацию мировой торговли будет скоро доведен до успешного конца. Следующая оптимистическая предпосылка заключается в ожидании, что удастся создать эффективную систему международного регулирования финансовых рынков, чтобы избежать их ренационализации отдельными правительствами. Если ситуация будет развиваться по вышеуказанному оптимистическому сценарию, то основные достижения глобализации за последние тридцать лет останутся незатронутыми.

В макроэкономической сфере ход событий будет зависеть, во многом, от интеллектуальной и политической способности во время отойти от денежного и фискального стимулирования, чтобы избежать инфляции или стагфляции, что означало бы перспективу замедления экономического роста на много лет.

Даже в условиях оптимистического сценария, необходимо время для стабилизации экономики, возврата к росту и компенсации потерей, нанесенных кризисом. Согласно симуляции сделанной Chandy, Gertz & Linn (2009), а основанной на относительно оптимистическом прогнозе МВФ, мировая экономика и экономика стран СНГ вернется к уровню валового продукта 2008 г. не раньше 2011 г. В странах Центральной и Восточной Европы произойдет это не раньше 2012 г., в высокоразвитых странах – не раньше 2013 г., в том числе в Великой Британии, Испании и Италии – после 2014 г.

В общем, пост- кризисный подъем, независимо от того, когда он начнется, может быть весьма медленным. Не исключенный также стагнационный сценарий, как в большинстве стран мира в тридцатые годы или в Японии после финансового кризиса начала девяностых годов, если управление кризисом окажется хуже, чем заложено в оптимистическом сценарии.

В любом варианте маловероятно, что мировая экономика будет расти такими же темпами, как накануне нынешнего кризиса. На данный момент не видны источники быстрого роста производительности труда и других факторов производства. Простые

резервы, связаны с рыночной трансформацией и либерализацией мировой торговли, уже востребованы.

Мировой экономике придется столкнуться с растущими ограничениями в доступности энергетических ресурсов и растущими экологическими издержками быстрого развития. Борьба с потеплением климата будет нуждаться в огромных ресурсах и будет связана с необходимостью серьезных структурных изменений, особенно болезненных в экономиках быстро растущих развивающихся стран.

Чтобы избежать очередного перегрева и новых перекосов, денежная политика вынуждена будет быть более жесткой. Финансовому сектору придется увеличить свою капитализацию, и следовать более консервативным практикам, в том числе серьезнее оценивать риски. Эра дешевых и легкодоступных денег не вернется скоро. Большинству стран придется столкнуться с более жесткими фискальными ограничениями, которые потребуют серьезной коррекции политики государственных расходов. В этих условиях возобновление экономических и институциональных реформ может стать лучшим средством повышения потенциала экономического роста.

References:

Домбровский, М. (2008): *Развитие стран СНГ после выхода из трансформационного кризиса*, CASE Network Studies and Analyses, No. 373.

Ali, S., Dadush, U. & Falcao, L. (2009): *Financial Transmission of the Crisis: What's the Lesson?*, International Economic Bulletin, Carnegie Endowment for International Peace, June, <http://www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=23284&prog=zgp&proj=zie>

Balcerowicz, L. & Rzonca, A. (2008): *A Non-Stimulating Stimulus?*, CASE Network E-Briefs, No. 10/2008.

Bernanke, B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, 10 March, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

Chandy, L., Gertz, G. & Linn, J. (2009): *Tracking the Global Financial Crisis: An Analysis of the IMF's World Economic Outlook*, Brookings Institution, Wolfensohn Center for Development, May, http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/reports/2009/05_financial_crisis_linn/05_financial_crisis_linn.pdf

Council of the European Union (2008): *Presidency Conclusions*, Brussels, December 11-12, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/104692.pdf

Dabrowski, M. (2009): *The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration*, CASE Network Studies and Analyses, No. 384.

De Larosiere, J. et al. (2009): *Report, the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere*, Brussels, February 25, http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf

Greenspan, A. (2004), *Risk and Uncertainty in Monetary Policy*, American Economic Review, vol. 94(2), pp. 33–40.

Gros, D., Mayer, T. & Ubide, A. (2006): A World Out of Balance?, Special Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, Centre for European Policy Studies, Brussels.

IMF (2008): *IMF Urges Stimulus as Global Growth Marked Down Sharply*, World Economic Outlook update, November 6, 2008;
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NEW110608A.htm>

London Summit (2009): Global plan for recovery and reform: the Communiqué from the London Summit, April 2, <http://www.londonsummit.gov.uk/en/summit-aims/summit-communicue/>

Orlowski, L. T. (2008): *Stages of the Ongoing Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?*, CASE Network Studies and Analyses, No. 372.

Roach, S.S. (2009): *A Lethal Shakeout*, Foreign Policy, January-February,
http://www.foreignpolicy.com/story/cms.php?story_id=4592&

Schiller, R. (2000): Irrational Exuberance, Princeton University Press

WEO (2009): *Contractionary Forces Receding But Weak Recovery Ahead*, World Economic Outlook, Update, July 8,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/02/pdf/0709.pdf>