



# ДОКЛАД О ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИИ, 2015 ГОД



ОРГАНИЗАЦИЯ  
ОБЪЕДИНЕННЫХ  
НАЦИЙ

Поставить международную  
финансовую архитектуру  
на службу развития



---

**КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ  
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ  
ЖЕНЕВА**

---

# **ДОКЛАД О ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИИ, 2015 ГОД**

Доклад секретариата Конференции Организации Объединенных Наций  
по торговле и развитию



**ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ**  
Нью-Йорк и Женева, 2015 год

---

## Примечание

---

- Условные обозначения документов Организации Объединенных Наций состоят из прописных букв и цифр. Когда такое обозначение встречается в тексте, оно служит указанием на соответствующий документ Организации Объединенных Наций.

---
- Употребляемые обозначения и изложение материала в настоящем документе не означают выражения со стороны Секретариата Организации Объединенных Наций какого бы то ни было мнения относительно правового статуса той или иной страны, территории, города или района или их властей или относительно делимитации их границ.

---
- Материалы, содержащиеся в настоящей публикации, можно свободно цитировать или перепечатывать, однако при этом необходимо указывать источник и номер документа. Экземпляр публикации, содержащей цитируемый или перепечатываемый материал, следует направлять в секретариат ЮНКТАД; электронная почта: [tdr@unctad.org](mailto:tdr@unctad.org).

UNCTAD/TDR/2015

ИЗДАНИЕ ОРГАНИЗАЦИИ  
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

ISSN 0251-7981

## Содержание

	Стр.
Пояснительные примечания .....	ix
Сокращения .....	x
<b>ОБЗОР</b> .....	<b>I-XXI</b>

### Глава I

## СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ..... 1

<b>A. Последние тенденции в мировой экономике</b> .....	1
1. Глобальный рост .....	1
2. Международная торговля .....	7
<b>B. Последние изменения на сырьевых рынках</b> .....	12
1. Динамика цен на основные виды сырья.....	12
2. Сохраняющееся влияние финансовых факторов.....	16
3. Воздействие и перспективы.....	17
<b>C. Застой: длинный цикл или временное явление?</b> .....	19
Примечания .....	22
Литература.....	23

### Приложение к главе I

## Произошла ли дефинансализация сырьевых рынков?..... 25

### Глава II

## ФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ НЕДОВОЛЬСТВО ЕЮ ..... 31

<b>A. Введение</b> .....	31
<b>B. Проблемы глобальной экспансии ликвидности</b> .....	33
1. Экспансия ликвидности до и после кризиса .....	33
2. Подъем и совокупные риски притока капитала в РПЭ.....	35
3. Усиление финансовой интеграции и возрастание нестабильности потоков капитала.....	37

<b>C. Макроэкономические издержки финансиализации</b> .....	41
1. Последствия ничем не ограниченной финансовой интеграции для цен и политики.....	41
2. Изучение опыта прошлого: финансы государственного сектора и экономическое развитие после финансовых кризисов.....	45
3. Вырисовывающиеся потери: бюджетная политика, макроэкономическая политика и совокупный спрос.....	52
<b>D. Заключительный анализ вопросов политики</b> .....	54
<b>Примечания</b> .....	57
<b>Литература</b> .....	60

### Глава III

<b>СИСТЕМНЫЕ ПРОБЛЕМЫ В МЕЖДУНАРОДНОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЕ</b> .....	65
<b>A. Введение</b> .....	65
<b>B. Международная валютная система: Главные задачи и меняющиеся способы их решения</b> .....	67
1. Золотой стандарт и Бреттон-вудская система .....	67
2. Постбреттон-вудская эпоха .....	69
<b>C. Реформирование международной валютной системы</b> .....	74
1. Построение нового глобального валютно-финансового порядка .....	75
2. Реформа золотого стандарта .....	79
3. Укрепление регионального и межрегионального сотрудничества .....	85
<b>D. Выводы и принципиальная повестка дня: Достоинства и недостатки нынешних реформаторских предложений</b> .....	90
<b>Примечания</b> .....	94
<b>Литература</b> .....	99

Глава IV**РЕФОРМА СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В ПОСЛЕКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД**..... 103

<b>A. Введение</b> .....	103
<b>B. Финансовая реформа и пруденциальное регулирование на послекризисном этапе</b> .....	104
1. Новое третье Базельское соглашение («Базель III») .....	106
2. Предлагаемые рамки для системообразующих банков.....	108
3. Рамки пруденциального регулирования и развивающиеся страны.....	110
4. Некоторые попытки «оградить» банковские операции .....	113
<b>C. Формирование теневой банковской системы</b> .....	115
1. Возникновение и основные черты теневой банковской системы.....	115
2. Насколько велики масштабы теневых банковских операций?.....	120
3. Риски, связанные с теневыми банковскими операциями .....	121
4. Недостаточные реформы .....	124
<b>D. Другие важные вопросы в области финансового регулирования</b> .....	127
1. Рейтинговые агентства: одного кодекса поведения недостаточно.....	127
2. Негативные последствия спекулятивных международных потоков капитала .....	129
3. Присутствие иностранных банков в развивающихся странах.....	133
<b>E. Организация финансирования: необходимость более конструктивной повестки дня</b> .....	136
<b>Примечания</b> .....	139
<b>Литература</b> .....	141

Глава V**ВНЕШНИЙ ДОЛГ И ДОЛГОВЫЕ КРИЗИСЫ: ФАКТОРЫ РАСТУЩЕЙ УЯЗВИМОСТИ И НОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ** .....

145

<b>A. Введение</b> .....	145
<b>B. Устойчивость внешнего долга: основные вопросы</b> .....	146
<b>C. Динамика изменений объема и структуры внешнего долга</b> .....	150
1. Эволюция внешнего долга в развивающихся странах и странах с переходной экономикой .....	150
2. Государственные и частные заимствования и кредиты .....	152
3. Валютные вопросы .....	156
4. Юрисдикция для выпуска долговых обязательств.....	158

<b>D. Урегулирование проблем внешнего долга</b> .....	159
1. Кризисы, связанные с внешним долгом: хроническая проблема.....	160
2. Ретроспективный анализ вопросов суверенного долга.....	161
3. Возникновение фрагментарной системы урегулирования внешнего суверенного долга.....	163
4. Неэффективный и несбалансированный подход к урегулированию долговых проблем.....	168
<b>E. Альтернативные механизмы реструктурирования задолженности</b> .....	174
1. Договорный или рыночный подход.....	175
2. Необходимость международно признанных принципов реструктурирования суверенной задолженности .....	176
3. Нормативный подход к реструктурированию многосторонней задолженности .....	180
<b>F. Заключение</b> .....	182
<b>Примечания</b> .....	183
<b>Литература</b> .....	185

## Глава VI

<b>ДОЛГОСРОЧНОЕ МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ: ПРОБЛЕМЫ И ВОЗМОЖНОСТИ</b> .....	189
---	-----

<b>A. Введение</b> .....	189
<b>B. Финансирование в рамках официального сотрудничества</b> .....	191
1. Официальная помощь развитию со стороны развитых стран.....	191
2. Сотрудничество в интересах развития между развивающимися странами.....	194
3. Задачи официального сотрудничества.....	195
<b>C. Государственно-частные партнерства в целях развития</b> .....	198
1. Масштабы, сфера и виды использования ГЧП.....	198
2. Оценка роли и издержек ГЧП.....	201
3. Последствия для политики .....	204
<b>D. Смогут ли помочь суверенные фонды?</b> .....	205
<b>E. Банки развития: эволюция и потенциал поддержки развития</b> .....	206
1. Отличительные особенности банков развития .....	206
2. Банки развития: меняющийся ландшафт .....	208
3. Многосторонние банки стран Юга: потенциальная роль в системе финансирования.....	212
<b>F. Заключение</b> .....	214
<b>Примечания</b> .....	216
<b>Литература</b> .....	219

## Перечень диаграмм

<i>Диаграмма</i>	<i>Стр.</i>
1.1 Физический объем мировой торговли, январь 2005 года – май 2015 года .....	9
1.2 Помесечные индексы сырьевых цен по сырьевым группам, январь 2002 года – июнь 2015 года .....	13
1.3 Позиции инвестиционных фондов и цены на нефть в марте 2014 года – июле 2015 года .....	17
1.A.1 Сырьевые активы под управлением (апрель 2006 года – май 2015 года).....	26
1.A.2 Корреляция между сырьевыми индексами, индексами акций и курсом доллара в 2000–2015 годах .....	27
1.A.3 Структура совокупного открытого интереса в нефти зтс на нью-йоркской товарной бирже с разбивкой по категориям трейдеров в 2006–2015 годах .....	28
2.1 Приток иностранного капитала в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой по составляющим, 1970–2013 годы .....	35
2.2 Валютные резервы развивающихся стран и стран с переходной экономикой в 1970–2013 годах .....	36
2.3 Структура движения капитала в некоторых развивающихся странах и странах с переходной экономикой в 2002–2013 годах .....	39
2.4 Чистый приток капитала, номинальные валютные курсы и номинальные процентные ставки в некоторых развивающихся странах и странах с переходной экономикой в 2002–2013 годах .....	43
3.1 Валютные резервы ряда групп стран в разбивке по валютам, 1995–2014 годы .....	72
3.2 Трансграничные обязательства и валютные резервы отдельных развивающихся стран, 2005–2013 годы .....	84
3.3 Характеристики нынешнего долларového стандарта и альтернативные реформаторские предложения .....	91
4.1 Активы пяти крупнейших банков в процентах от совокупного объема активов банковского сектора в некоторых странах, 1998–2011 годы .....	109
4.2 Оценка масштабов теневых банковских операций на основе различных показателей, 2001–2013 годы.....	121
5.1 Внешний долг отдельных групп стран и Китая, 1980–2013 годы .....	151
5.2 Совокупный внешний долг в процентах от вни, отдельные группы стран и Китай, 1980–2013 годы.....	151
5.3 Динамика выплат процентов по внешнему долгу в сопоставлении с экспортом, отдельные группы стран и Китай, 1980–2013 годы .....	152
5.4 Внешний долг в разбивке по видам заемщиков, отдельные группы стран и Китай, 1980–2013 годы.....	153
5.5 Долгосрочный внешний долг в разбивке по типам кредиторов, отдельные группы стран и Китай, 1970–2013 годы.....	155
5.6 Долгосрочный внешний долг частным кредиторам в разбивке по типу долговых обязательств, отдельные группы стран и Китай, 1970–2013 годы .....	157

## Перечень таблиц и вставок

	<i>Стр.</i>
6.1	ОПР стран – членов КСР, 1990–2014 годы..... 192
6.2	Структура ОПР на цели развития по основным категориям, 1990–2013 годы ..... 193
6.3	Участие частного сектора в инфраструктурных проектах, 1985–2013 годы..... 199
6.4	Финансирование инфраструктурного сектора в Европейском союзе в разбивке по видам финансирования, 2009–2011 годы..... 200
6.5	Совокупные активы и совокупный объем кредитов национальных банков развития, 2014 год ..... 210

<i>Таблица</i>	<i>Стр.</i>
1.1	Рост мирового производства в 2007–2015 годах..... 2
1.2	Физический объем экспорта и импорта товаров отдельных регионов и стран в 2011–2014 годах ..... 8
1.3	Мировые цены на сырье в 2009–2015 годах..... 14
2.1	Периоды финансовых кризисов, потоки капитала и государственный долг ..... 47
2.2	Финансовый кризис и государственный долг в Мексике, Российской Федерации и Аргентине ..... 52
4.1	Осуществление базельских стандартов в развивающихся странах и странах с переходной экономикой ..... 111

<i>Вставка</i>	<i>Стр.</i>
1.1	Кризис зоны евро, случай «дежавю» ..... 4
4.1	Репо: ключевая сделка в теневой банковской системе..... 118
4.2	Теневые банковские операции в Китае..... 122
4.3	факторы погрешности в оценках суверенного долга рейтинговыми агентствами ..... 130
5.1	Лондонское соглашение по внешнему долгу Германии ..... 164
5.2	Бельгийское законодательство, касающееся деятельности «фондов-стервятников»..... 179

## Классификация по странам и товарным группам

Используемая в настоящем Докладе классификация стран принята исключительно для удобства статистических и аналитических сопоставлений и необязательно означает какую-либо оценку стадии развития конкретной страны или района.

В системе Организации Объединенных Наций не существует какой-либо общепринятой классификации стран или районов, подразделяемых на «развивающиеся», «с переходной экономикой» и «развитые». В настоящем Докладе используется классификация, определяемая в *UNCTAD Handbook of Statistics 2014* («Статистическом справочнике ЮНКТАД за 2014 год») (издание Организации Объединенных Наций, в продаже под № В.14.П.Д.6) применительно к этим трем основным группам стран (см. [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39_en.pdf)).

Если не указано иное, в плане статистики используемые в настоящем Докладе региональные группы и классификации по товарным группам в целом совпадают с применяемыми в «Статистическом справочнике ЮНКТАД за 2014 год». Данные по Китаю не включают данные по Особому административному району Гонконг (ОАР Гонконг), Особому административному району Макао (ОАР Макао) и провинции Китая Тайвань.

Там, где это возможно, термин «страна»/«экономика» применяется также в отношении территорий или районов.

Если не указано иное, понятие «Латинская Америка», употребляемое в тексте или таблицах, охватывает также карибские страны.

Если не указано иное, понятие «страны Африки к югу от Сахары», употребляемые в тексте или таблицах, охватывает также Южную Африку.

## Прочие примечания

Содержащиеся в тексте ссылки на ДТР означают ссылки на «Доклад о торговле и развитии» (за конкретный год). Например, под ДТР за 2014 год понимается «Доклад о торговле и развитии, 2014 год» (издание Организации Объединенных Наций в продаже под № R.14.П.Д.4).

Под Соединенными Штатами в тексте имеются в виду Соединенные Штаты Америки, а под Соединенным Королевством – Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии.

Если не указано иное, термин «доллар» означает доллары США.

Термин «миллиард» означает 1 000 миллионов.

Термин «тонны» означает метрические тонны.

Годовые темпы роста и изменений рассчитываются как среднегеометрические темпы.

Если не указано иное, экспорт показан в ценах фоб, а импорт – в ценах сиф.

Тире (–) между годами (например, 1988–1990 годы) используется для обозначения всего охваченного периода, включая первый и последний год.

Косая черта (/) между двумя годами (например, 2000/01 год) означает финансовый или сельскохозяйственный год.

Точка (.) означает, что соответствующая позиция к данному пункту не относится.

Две точки (..) означают, что данные отсутствуют или не представлены отдельно.

Прочерк (–) или ноль (0) означает, что соответствующая величина равна нулю или ничтожно мала.

Сумма цифр и процентов может не совпадать с итоговой суммой вследствие округления.

---

## Сокращения

---

АБИИ	Азиатский банк инфраструктурных инвестиций
АБР	Азиатский банк развития
АПУ	активы под управлением
АСЕАН	Ассоциация государств Юго-Восточной Азии
АфБР	Африканский банк развития
БКБН	Базельский комитет по банковскому надзору
БМР	Банк международных расчетов
БНДЭС	«Банку насьонал де десенволвимьенту экономику э социал» (Национальный банк экономического и социального развития, Бразилия)
БРИКС	Бразилия, Российская Федерация, Индия, Китай и Южная Африка (группа стран)
БСВЗ	бедная страна с высокой задолженностью (а также инициативы для БСВЗ)
ВВП	валовой внутренний продукт
ВНД	валовой национальный доход
Г8	Группа 8, «восьмерка»
Г20	Группа 20, «двадцатка»
ГКЛ	гибкая кредитная линия
ГЧП	государственно-частное партнерство
ДТР	«Доклад о торговле и развитии»
ДЭСВ ООН	Департамент Организации Объединенных Наций по экономическим и социальным вопросам
ЕИБ	Европейский инвестиционный банк
ЕК	Европейская комиссия
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ИДС	«Интернэшнл дет статистикс» (издание Всемирного банка)
ИКТ	информационно-коммуникационная технология
ИФДР	инвестиционный фонд денежного рынка
КАФ	«Корпорасьон андина де фоменто» (Андская корпорация развития)
КБР	Китайский банк развития
КС	количественное смягчение
КСР	Комитет содействия развитию (ОЭСР)
КЧСФ	коэффициент чистого стабильного финансирования

---

ЛАИ	Латиноамериканская ассоциация интеграции
ЛППЛ	Линия превентивной поддержки и ликвидности (МВФ)
МАБР	Межамериканский банк развития
МАУК	Международная ассоциация управления капиталом
МВС	международная валютная система
МВФ	Международный валютный фонд
МИОБЗ	Многосторонняя инициатива по облегчению бремени задолженности
МРСД	механизм реструктурирования суверенного долга
МСП	малые и средние предприятия
МЦУИС	Международный центр урегулирования инвестиционных споров
МЧИ	мультилатерализация Чангмайской инициативы
НБК	Народный банк Китая
НБР	Новый банк развития
НРС	наименее развитая страна
ОПЕК	Организация стран – экспортеров нефти
ОПР	официальная помощь развитию
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
ПИИ	прямые иностранные инвестиции
ПКД	положение о коллективных действиях
РА	рейтинговое агентство
«РЕПО»	соглашение о продаже с последующим выкупом
РПЭ	развивающиеся страны и страны с переходной экономикой
СДР	специальные права заимствования (МВФ)
СМЛ	«Система де пагос эн монедас локалес» (Система расчетов в местных валютах)
СУКРЕ	«Система унитарно де компенсасьон рехиональ» (Унитарная система региональной компенсации платежей)
СФБ	суверенный фонд благосостояния
СФС	Совет по финансовой стабильности
ТНК	транснациональная корпорация
ЧИ	Чангмайская инициатива
ЧУИ	«Частное участие в инфраструктурных проектах» (база данных)
ЮНКТАД	Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию



## ОБЗОР

Как поется в песне, мир заставляют вращаться деньги. В то же время деньги могут сделать такое вращение бесконтрольным, свидетельством чему стал глобальный финансовый кризис 2008 года. Заплатив колоссальную экономическую и социальную цену за этот кризис, международное сообщество потребовало написать новую финансовую музыку. Гордон Браун, главный дирижер хора «двадцатки» в тот период, решительно возложил вину на недостаточно строгое регулирование деятельности финансовых учреждений, которые из «хранителей денег населения» стали все больше превращаться в «спекулянтов, ставящих на карту будущее людей»; по его мнению, требуются новые глобальные правила, в основе которых должны лежать общие глобальные ценности. Вскоре после этого лидеры стран БРИК на своем первом саммите в Российской Федерации призвали к демократизации международных финансовых институтов, а также к созданию стабильной, предсказуемой и диверсифицированной международной денежно-кредитной системы. Не остался неуслышанным и имеющий поистине глобальное звучание голос Генеральной Ассамблеи Организации Объединенных Наций, которая предложила план реформирования международной финансовой системы, обратив внимание, в частности, на крайнюю важность проведения в приоритетном порядке «всеобъемлющей и оперативной реформы МВФ».

К этому хору присоединились и национальные законодатели с многоголосьем парламентских слушаний и заседаний экспертных комиссий, многие из которых критиковали финансовые рынки за их близорукость, тягу к токсичным и непрозрачным финансовым инструментам и неспособность должным образом удовлетворять финансовые потребности бизнеса и домохозяйств. В этих условиях проведение серьезной реформы казалось лишь делом времени.

Семь лет спустя, на фоне вялого совокупного мирового спроса, углубления неравенства в доходах и сохраняющейся неустойчивости финансовой системы мировая экономика остается уязвимой для превратностей валютных и финансовых рынков. Было бы неверно утверждать, что повестка дня реформ так и не продвинулась дальше стадии проектов: на национальном и международном уровнях принимались и разные практические меры, некоторые из которых оказались довольно действенными. Однако пока они не позволяют преодолеть системную слабость и уязвимость, вызванную чрезмерной зависимостью от мировых финансовых рынков. На сегодняшний день мы скорее имеем ситуацию, которую журналист газеты «Файнэншл таймс» назвал ничем иным, как «слегка выправленной версией» прежней разбалансированной системы.

Сохраняющаяся тяга мировых финансовых рынков к краткосрочным и спекулятивным операциям и отсутствие адекватных мер, которые уменьшили бы риски будущих кризисов, заставляют серьезно задуматься над тем, могут ли масштабные задачи международного сообщества по достижению новых целей в области развития, а также в социальной и экологической областях быть реализованы в намеченные сроки. На бумаге новая повестка дня должна дать самый сильный толчок инвестициям за всю историю, однако для того, чтобы это действительно случилось, требуется такая финансовая система, на которую можно было бы опереться. Соответственно, в нынешнем году в «Докладе о торговле и развитии» анализируется ряд взаимосвязанных задач, стоящих перед международной валютно-финансовой системой, начиная с повышения ее ликвидности благодаря регулированию банковской деятельности и кончая реструктурированием задолженности и долгосрочным государственным финансированием. Пути решения проблем хорошо известны, однако для того, чтобы поставить финансы на службу людям в более достойном, стабильном и открытом для всех мире, требуются целенаправленные усилия международного сообщества.

## От глобальной финансиализации к глобальному финансовому кризису

Разрушение бреттон-вудской системы сопровождалось повышением роли финансового сектора, который стал более мощным и взаимосвязанным; кроме того, он стал все больше и больше отдаляться от реальной экономики. В 1980-х годах большинство крупнейших развитых стран стали быстро либерализовывать свои счета движения капиталов, а спустя десятилетие их примеру последовали многие быстро растущие развивающиеся страны. В результате международные потоки капитала стали расти беспрецедентными темпами. В 1980 году сектор мировой торговли был сопоставим с финансовым сектором – на каждый из них приходилось порядка четверти мирового ВВП, – однако к 2008 году, непосредственно перед финансовым кризисом, мировой финансовый сектор превосходил сектор мировой торговли уже в девять раз; к этому времени стоимость глобальных финансовых активов превысила 200 трлн. долларов. Одновременно с этим на свет появились новые финансовые институты, а традиционные финансовые учреждения все больше расширяли спектр финансовых продуктов. Деятельность и тех, и других становилась все менее регулируемой и подконтрольной. При этом финансовые рынки становились все более и более взаимосвязанными: стандартные показатели финансовой интеграции били исторические рекорды, а динамика цен глобальных активов становилась все более синхронной.

За очень короткое время были полностью разрушены те институциональные «сдержки и противовесы», которые сделали возможным ту удивительную финансовую стабильность, которая царила на протяжении трех десятилетий после окончания Второй мировой войны и, в свою очередь, способствовала стабильному росту международной торговли и беспрецедентному инвестиционному буму. Политики нового поколения стали в этих условиях призывать к немедленной отмене оставшихся механизмов финансового регулирования, превознося достоинства рыночного саморегулирования как наилучшего, если не единственного возможного, способа добиться эффективности и одновременно с этим стабильности в ставшем на путь глобализации мире.

Возникшая в результате финансовая система стала гораздо более щедрой в создании кредита, более инновационной в управлении рисками и более умелой в сглаживании незначительных системных шоков (так называемый период «Великого успокоения»). В то же время она в значительной степени утратила способность выявлять напряжения и слабости в системе, а также предвосхищать более серьезные потрясения (от кризиса мексиканского песо до Великой рецессии) или смягчать их негативные последствия. Вместо этого все бремя таких кризисов ложилось на государственный бюджет, а фактически на плечи населения.

Масштабы кризиса 2008 года поставили правительства многих стран в непростое положение в условиях, когда состояние финансов банков, компаний и домохозяйств заставило их ту же затянуть пояса. Отчасти это произошло из-за того, что правительства, одержимые идеей ценовой стабильности, разучились решать одновременно несколько макроэкономических задач, а отчасти поскольку процесс финансиализации притупил или упразднил ряд политических инструментов, необходимых для эффективного управления сложной современной экономикой.

С началом кризиса многие развитые страны в стремлении добиться подъема обратились к нетрадиционным инструментам денежно-кредитной политики. Центральные банки крупнейших стран стали скупать у ведущих банков находящиеся на их балансах ценные бумаги в надежде на то, что рост резервов приведет к увеличению кредитования и будет стимулировать расходы в реальном секторе. Результаты никак нельзя назвать впечатляющими: во многих развитых странах темпы выхода из кризиса 2008 года стали самыми низкими за всю историю. Занятость росла слабо, уровень заработной платы стагнировал или снижался, оживление инвестиций затормозилось, а рост производительности труда так и не набрал обороты. Напротив, фондовые рынки отыграли все потери, на рынках недвижимости начался подъем, в ряде случаев вновь перешедший в бум, а прибыли выросли, зачастую превысив докризисный уровень. Тем временем продолжал расти и уровень долга: по оценкам, объем глобальных долговых обязательств с 2007 года увеличился на 57 трлн. долларов.

### Скромный подъем в развитых странах

В середине 2014 года после продолжительного «чрезвычайного» периода в политических кругах появилось чувство, что жизнь возвращается в нормальное русло. Прогнозы роста на предстоящие годы становились все более оптимистичными, в еврозоне возобновился экономический рост, а Япония стала давать повод думать, что ей удастся вытянуть свою экономику из многолетней стагнации. В то же время в Соединенных Штатах стала снижаться безработица, и Федеральная резервная система стала сворачивать программу количественного смягчения; цены на нефть падали, а доверие деловых кругов – росло. Однако к концу года стали появляться некоторые сомнения, и облака на горизонте с тех пор лишь сгустились.

После кризиса 2008–2009 годов и восстановления в 2010 году среднегодовые темпы роста мировой экономики составляли примерно 2,5%, т.е. были ниже трехпроцентных потенциальных темпов роста и намного ниже четырехпроцентных средних темпов роста в предкризисные годы. Ожидается, что в условиях небольшого ускорения роста в развитых странах, некоторого их снижения в развивающихся странах и более серьезного падения в странах с переходной экономикой темпы роста в 2015 году останутся примерно такими же, что и в предыдущем году, т.е. на уровне 2,5%.

Темпы роста в развитых странах должны составить порядка 1,9% против 1,6% в 2014 году, поскольку в зоне евро и в Японии наблюдается некоторое их ускорение, хотя и с очень низкого уровня. Намечившийся в последнее время прогресс стал возможен благодаря росту потребления домохозяйств и ослаблению режима жесткой бюджетной экономии. Такой рост потребления объясняется снижением цен на энергоносители, увеличением богатства в результате роста на фондовых рынках и расширением занятости в ряде стран, в первую очередь в Германии, Соединенном Королевстве, Соединенных Штатах и Японии. Темпы инфляции в большинстве развитых стран оставались намного ниже целевого уровня.

Денежно-кредитная политика по-прежнему направлена на стимулирование роста: во всех развитых регионах сохраняются очень низкие процентные ставки, а в еврозоне и Японии запущены дополнительные программы «количественного смягчения». Однако это не привело к росту кредитования и заработной платы, а положение банков вызывает некоторое беспокойство. Вновь со всей остротой встал вопрос о будущем Греции в еврозоне, и непрекращающиеся разговоры о ее возможном выходе представляют собой самую серьезную угрозу для доходности суверенных долговых обязательств Испании, Португалии и других европейских стран, которые совсем недавно стали восстанавливаться после глубокого кризиса. Вновь появились сомнения в силе подъема в Японии. В Соединенных Штатах прогнозируется сохранение посткризисной динамики роста на уровне 2–2,5%, что ниже темпов роста в предыдущие периоды подъема. В то же время такой рост гарантирует создание, хотя и не массовое, новых рабочих мест, которое, тем не менее, не будет сопровождаться существенным повышением темпов роста номинальной заработной платы. Помимо этого, состояние бюджетов домохозяйств нельзя назвать устойчивым, а укрепление доллара ограничивает вклад чистого экспорта в рост ВВП.

### Стагнация: долговременная или краткосрочная?

Помимо описанных выше конъюнктурных изменений существует и гораздо более веская причина для обеспокоенности, связанная с тем, что сохранение низких темпов роста в развитых странах может оказаться долговременной тенденцией. Получившая новую интерпретацию теория «векового застоя» не нова. Предположение о существовании рубежа, за которым рост прекращается, было впервые высказано в конце 1930-х годов в связи с неблагоприятными технологическими и демографическими тенденциями, которым можно противостоять лишь ценой крупного бюджетного дефицита. Сегодняшняя ситуация, при которой темпы роста во многих развитых странах, несмотря на проведение на протяжении ряда лет стимулирующей денежно-кредитной политики, остаются гораздо ниже докризисных уровней, начинает восприниматься как «новая норма».

В сегодняшнем мире, где правят финансы, главные стимулы связаны с накоплением частного долга и формированием пузырей на тех или иных рынках. Таким образом, страны могут оказаться перед выбором: затяжной период вялого роста, с одной стороны, и финансовая нестабильность – с другой.

На сегодняшний день еще не сложилось единого мнения о том, пришла ли стагнация надолго, и если да, то почему. По мнению некоторых специалистов, замедление роста вызвано сочетанием ряда факторов на стороне предложения: низкой склонностью к инвестициям, отсутствием технологического динамизма и неблагоприятными демографическими изменениями. Другие видят в нем неизбежное, затяжное, но в конечном счете обратимое негативное последствие долгового суперцикла. Как бы то ни было, недостаточно внимания обращается на снижение с середины 1980-х годов доли оплаты труда в развитых странах на 10 процентных пунктов, что серьезно отразилось на доходах и потребительском спросе и не могло не ударить по частным инвестициям. Такое негативное влияние на спрос вследствие ухудшения функциональной структуры распределения дохода усугубилось возрастанием неравенства в распределении личных доходов: доля богатейших домохозяйств в совокупных доходах резко выросла, а по сравнению с остальными эти домохозяйства, как правило, тратят меньшую часть своих доходов и большую часть сберегают. Свою роль сыграло и стремление бороться с падением спроса исключительно за счет денежно-кредитного стимулирования. Такая политика подтолкнула компании к тому, чтобы вместо расширения производства направить прибыль на выплату дивидендов и приобретение финансовых активов. Это подстегнуло рост цен на такие активы и углубление неравенства в распределении богатства, тем самым увековечивая стагнацию доходов большей части населения.

Развернувшиеся в этой связи политические дискуссии были посвящены главным образом тому, можно ли форсировать рост инвестиций и предпринимательскую активность с помощью структурных реформ, и если да, то каких. Предлагались, в частности, меры, которые должны помочь устранить предполагаемые причины недостаточной гибкости товарных рынков и рынков труда. Кроме того, предлагалось сосредоточить внимание на путях сокращения государственного долга. Однако, хотя все эти предложения звучат очень убедительно, трудно понять, откуда реально поступят импульсы для роста. Их авторы, по-видимому, возлагают надежды на сочетание дополняющих друг друга факторов: укрепления уверенности деловых кругов и повышения международной конкурентоспособности. Однако мировая торговля переживает не лучшие времена. В период с 2012 по 2014 годы темпы роста мировой товарной торговли колебались от 2% до 2,5% и были схожи с темпами роста мирового производства. Такие темпы роста существенно ниже среднегодовых темпов роста в докризисный период 2003–2007 годов, когда они составляли 7,2%. В 2014 году объем мировой торговли в текущих ценах практически не изменился, увеличившись всего лишь на 0,3%, из-за глубокого падения цен на основные сырьевые товары. Предварительные оценки за 2015 год указывают на некоторое увеличение физического объема товарной торговли, темпы роста которой могут приблизиться к темпам роста мирового производства. В то же время такое улучшение перспектив торговли во многом связано с увеличением товарооборота между развитыми странами и, по всей видимости, является следствием скромного повышения темпов их роста. Как бы то ни было, эти положительные изменения не могут придать серьезного импульса росту экономики в глобальном масштабе.

Действительно, если долговременная стагнация вызвана главным образом факторами спроса, то стратегия сдерживания роста трудовых доходов и государственных расходов не решит, а лишь усугубит проблему. В альтернативном подходе важное место отводится политике стимулирования роста доходов (законодательство о минимальном уровне оплаты труда, укрепление института коллективных трудовых договоров и системы социальных трансфертов) и государственных расходов, которая должна устранить проблемы как на стороне спроса, так и на стороне предложения. Тот факт, что увеличение государственных расходов, например, на инфраструктуру в условиях стагнирующей экономики дает серьезный мультиплицирующий эффект, говорит о том, что наращивание государственных инвестиций должно стать одним из главных инструментов в борьбе с долговременной стагнацией. Более того, политика стимулирования доходов ведет и к расширению спроса, создавая новые рынки сбыта для частных инвесторов и обеспечивая многие другие выгоды: рост трудовых

доходов снижает финансовую нагрузку на пенсионные фонды и позволяет домохозяйствам увеличивать потребительские расходы без увеличения задолженности. Многочисленные факты подтверждают и существование позитивной связи с производительностью труда. Известно, что рост деловой активности и занятости стимулирует повышение производительности, раскручивая таким образом маховик спроса и предложения. Таким образом, увеличение бюджетных расходов и рост доходов помогают повысить как реальные, так и потенциальные темпы роста производства, формируя таким образом благотворную обратную связь, которая позволяет заложить фундамент будущего устойчивого, неинфляционного роста.

### **Финансовые последствия для развивающихся стран и стран с переходной экономикой**

В каком бы направлении ни развивалась дискуссия на тему стагнации, политика денежно-кредитного стимулирования в условиях вялости реальной экономики до сегодняшнего времени создавала благоприятные условия для перетока избыточной ликвидности из развитых стран в страны – развивающиеся рынки. Об этом явлении впервые заговорили еще после того, как лопнул пузырь доткомов, однако после кризиса 2008 года оно проявилось с особой силой.

С началом нового тысячелетия приток частного капитала в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой (РПЭ) заметно ускорился. По отношению к валовому национальному доходу (ВНД) чистый приток капитала в РПЭ из-за рубежа увеличился с 2,8% в 2002 году до 5% в 2013 году, поставив два исторических рекорда – 6,6% в 2007 году и 6,2% в 2010 году. В тот же период многим РПЭ удалось добиться высоких темпов роста и улучшить состояние своего текущего счета, накопив в сумме крупные резервы иностранных активов.

Сторонники доминирующего подхода к финансовой интеграции восприняли эти тенденции с большим энтузиазмом, подчеркивая позитивную связь между либерализацией операций по капитальным счетам, увеличением потоков частного капитала, хорошо работающей политической системой и большей эффективностью. Однако существование такой связи не подтверждается результатами исследований, а процесс встраивания большинства РПЭ в мировые финансовые рынки, как представляется, имеет довольно слабое отношение к долгосрочным целям их развития. Хотя иностранный капитал и может играть полезную роль, восполняя дефицит внутренних сбережений, а прямые иностранные инвестиции (ПИИ) – способствовать росту производительности труда в стране, особенно когда речь идет об инвестициях в новые проекты, проблема отчасти заключается в том, что все большая часть такого капитала приходится на краткосрочные потоки, имеющие рискованный и спекулятивный характер, волатильность которых заставляет вспомнить предкризисные периоды 1980-х и 1990-х годов. В результате все более крупные и нестабильные потоки международного капитала, даже если они и придают краткосрочный стимул росту, могут повышать уязвимость для внешних потрясений, снижая эффективность политических инструментов, предназначенных для сглаживания их последствий. В результате такие потоки могут разрушить макроэкономические условия, необходимые для роста производительности труда, структурных преобразований и долгосрочного социально интегрирующего развития.

После того как в 2008 году разразился кризис, многие развивающиеся страны пошли по пути количественного смягчения, которое после непродолжительной паузы было дополнено мерами жесткой бюджетной экономии. Таким образом, они продолжили накачку частного сектора ликвидностью без особой пользы для роста. В сложившихся условиях перспективы получения больших доходов от инвестиций в РПЭ и вера в то, что такие инвестиции стали не такими рискованными, как прежде, превратили их в привлекательную альтернативу для международных инвесторов.

Поскольку приток капитала пришелся на тот период, когда большинство РПЭ имели положительное сальдо или менее крупный дефицит по текущему счету, маловероятно, что взрывной рост потоков частного капитала был вызван финансированием потребностей, связанных с развитием. РПЭ в целом, и особенно более крупные страны, накопили в этот период крупные резервы, что

говорит о том, что приток капитала в этот период превышал тот объем, который обычно соответствует сумме их внутренних расходов и инвестиционных потребностей. Поскольку положительное сальдо притока капитала отмечалось не только в странах, имеющих торговый дефицит, но и в странах с крупным внешнеторговым активом, можно сделать вывод, что изменения в платежном балансе зачастую были вызваны притоком капитала и практически никак не связаны с работой реального сектора экономики. Так как выплаты РПЭ по международным обязательствам превышали доходы от имеющихся в их распоряжении активов, приток капитала в конечном счете вел к уменьшению сальдо по статьям доходов и к ухудшению состояния счета текущих операций. Это может заставить страны, имеющие дефицит, проводить ограничительную политику и в конечном счете сделает их финансовое положение еще менее прочным. Важный вопрос заключается в том, обеспечивает ли такая ситуация финансовую стабильность и устойчивый спрос как на национальном, так и на мировом уровне.

### Управление потоками капитала: новые факторы уязвимости, старые проблемы

Если говорить о политическом уровне, то внешние финансовые потоки и, в частности, чрезмерно спекулятивные краткосрочные потоки могут повлиять на цены и политический курс таким образом, что это поставит под угрозу возможности устойчивого роста и развития. Мощный приток капитала может оказать повышательное давление на валютный курс. Его лишь усугубит превратившееся в самоцель стремление удержать инфляцию на крайне низком уровне. В таком макроэкономическом климате, характеризующемся высокими и нестабильными процентными ставками, а также растущим валютным курсом, могут оказаться невозможны ни высокий совокупный спрос, ни инвестиции, способствующие укреплению производственного потенциала. Аналогичным образом либеральная финансовая политика, предполагающая умеренность как в расходной, так и в доходной частях бюджета, ограничивает возможности использования фискальных инструментов. Пассивность государства напрямую ведет к сокращению национального дохода вследствие уменьшения государственных расходов; косвенным образом это бьет и по производственному потенциалу, поскольку сокращаются именно те виды государственных инвестиций в физический и человеческий капитал, которые поддерживают частные инвестиции и рост производительности труда. В некоторых случаях, в первую очередь в Латинской Америке и в странах Африки к югу от Сахары, эти ценовые и политические последствия ускорили процесс преждевременной деиндустриализации и неформализации рынка труда.

С 1980-х годов большинству финансовых кризисов в РПЭ предшествовал резкий рост притока капитала. Возникающая вследствие этого финансовая неустойчивость, связанная главным образом с накоплением чрезмерной частной задолженности, нередко выливается в кризис, чреватый серьезными негативными последствиями для реального сектора и резким увеличением государственного долга. Хотя в посвященных финансовым кризисам работах тема финансовой расточительности звучит довольно часто, причиной накопления государственного долга обычно является замедление роста в условиях кризиса и необходимость санаций в частном секторе (национализация частного долга, рекапитализация банков и переоценка стоимости обязательств в иностранной валюте вследствие девальвации). Такие циклические переходы от бума к спаду по-прежнему во многом определяются факторами, посторонними для экономики переживающих их стран, например изменениями мировых цен на сырье или процентных ставок в Соединенных Штатах либо отголосками кризисных процессов в других регионах.

В этом контексте на макроэкономические и структурные слабости отдельных стран накладываются общие проблемы глобальной финансовой системы, которую отличают избыток ликвидности и недостаток пруденциального макрорегулирования, порождающие излишний оптимизм, склонность к неоправданному риску и бесконтрольное накопление долгов.

Принимая во внимание эти системные факторы уязвимости, РПЭ – в первую очередь страны, сталкивающиеся с чрезмерным притоком краткосрочного капитала, – могли бы обратить внимание

на ряд политических мер, которые позволили бы им не только лучше регулировать масштабы и структуру потоков частного капитала и их макроэкономический эффект, но и укрепить связь между задачами бюджетно-финансовой и денежно-кредитной политики и целями развития. Вместо того чтобы пытаться управлять притоком капитала и платежным балансом исключительно при помощи процентных ставок и таргетирования инфляции, стремясь удержать ее на очень низком уровне, этим странам следует взять на вооружение правильно подобранный набор инструментов управления счетом движения капитала и обменными курсами, чтобы сохранить доступ к внешнему финансированию реального сектора, в том числе к торговому финансированию и ПИИ, помогающим укреплять местный производственный потенциал, и одновременно с этим не забывать о поощрении отечественных инвестиций. Кроме того, центральные банки могут и должны делать больше, чем просто поддерживать стабильные цены или конкурентоспособный обменный курс в интересах развития. Например, они могли бы влиять на процессы кредитования и процентные ставки, помогая перевооружению промышленности, а также оказывать столь необходимую поддержку банкам развития и органам, отвечающим за бюджетно-налоговую политику, как это делали центральные банки многих новых индустриальных стран. В то же время, как свидетельствуют трудности, с которыми пришлось столкнуться выходящим из недавнего кризиса развитым странам, одной денежно-кредитной политикой многого не добиться: для создания структурных механизмов и условий, которые стимулировали бы рост производительности труда и совокупного спроса в стране, необходима активная бюджетно-налоговая и промышленная политика.

В то же время, учитывая масштабы потоков капитала в мире, макроэкономическое управление на национальном уровне должно подкрепляться глобальными мерами, которые препятствовали бы расширению спекулятивных финансовых потоков и обеспечивали более серьезную кредитную поддержку, в том числе с привлечением совместных резервных фондов на региональном уровне.

### **Пестрая картина замедляющегося роста в развивающихся странах**

Новые факторы уязвимости, связанные с процессом финансиализации, утратили свою политическую актуальность на рубеже нового тысячелетия, когда РПЭ вступили в полосу мощного роста, контрастировавшего с экономическими тенденциями в развитых странах. Первой реакцией многих из этих стран на потрясения 2008–2009 годов стал переход к более масштабной антициклической политике, предусматривающей в том числе рост бюджетных расходов и активизацию программ поддержки, которые были рассчитаны на достаточно длительный период, с тем чтобы обеспечить стабильный рост расходов домохозяйств и, как следствие, частных инвестиций. Столкнувшись с оттоком капитала или снижением экспортных цен, некоторые из этих стран сегодня сворачивают или даже разворачивают программы бюджетного стимулирования экономики. Напротив, у импортеров благодаря улучшению «условий торговли» в последнее время возможности для маневра несколько расширились.

Развивающиеся страны в целом будут продолжать расти темпами, превышающими 4%, в частности благодаря устойчивому положению большинства стран азиатского региона. Однако другие регионы переживают серьезное замедление роста из-за снижения цен на сырье и оттока капитала, который в некоторых странах привел к ужесточению макроэкономической политики. В числе наиболее пострадавших – страны Латинской Америки, Западной Азии и страны с переходной экономикой, в то время как в субрегионах Африки картина является более пестрой.

В 2014 году большинство торговых показателей оказались хуже, чем в предыдущие годы. В частности, реальный экспорт стран Африки уменьшился по причине сокращения экспорта нефти как из стран Северной Африки, так и из африканских стран к югу от Сахары. Внешнеторговые поставки из стран Латинской Америки и Карибского бассейна снизились по физическому объему и, особенно, в стоимостном выражении в условиях экономической стагнации в регионе, от которой пострадала внутрирегиональная торговля. Физический объем восточноазиатской торговли продолжал расти, но необычно низкими для региона темпами (менее 4% в 2014 году). Во многом это

стало следствием замедления роста внешней торговли в Китае, где реальные темпы роста экспорта стали отставать от темпов роста ВВП, а рост импорта замедлился еще сильнее. Эти тенденции, возможно, свидетельствуют о структурных изменениях в китайской экономике, где экспорт уступает роль локомотива росту внутреннему спросу, а в импорте начинают преобладать товары для конечного потребления, а не для переработки в экспортных отраслях.

В 2014 году – первой половине 2015 года сырьевые рынки переживали особенно непростые времена. В ходе 2014 года цены на большинство сырьевых товаров сильно снизились, продолжив падение, начавшееся после достижения ими пиков в 2011–2012 годах, причем особенно сильно упали цены на нефть. По сравнению с 2013 годом темпы снижения цен ускорились, что было особенно заметным в тех категориях товаров, спрос на которые более тесно связан с глобальной экономической конъюнктурой. Речь идет, в частности, о минеральном сырье, рудах и металлах, сельскохозяйственных сырьевых товарах и нефти. Цены на сырье снижались главным образом под влиянием фундаментальных рыночных факторов, хотя немаловажную роль продолжала играть и финансовая сырьевых рынков: в условиях падения цен и прибыли финансовые инвесторы сокращали свои вложения в сырьевые активы. Хедж-фонды особенно активно работали на рынках нефти, усугубив колебания цен. Помимо этого, немаловажной причиной падения цен на сырьевые товары стало сильное повышение за последний год курса доллара.

Падение нефтяных цен стало следствием главным образом увеличения мировой добычи, в первую очередь сланцевой нефти в Соединенных Штатах, а также отказа ОПЕК от своей политики таргетирования цен, предположительно для сохранения своей доли рынка путем вытеснения с него производителей с более высокой себестоимостью добычи. Спрос на нефть в мире в 2014 году продолжал расти, однако с замедлением темпов этого роста на рынке возник избыток предложения. Последовавшее в этих условиях снижение цен на нефть по разным каналам отразилось и на ценах других видов сырья. Низкие цены на нефть являются стимулом для наращивания производства в результате снижения некоторых производственных издержек. Они могут вести также к уменьшению спроса на сырьевые товары, используемые для производства биотоплива, и цен на синтетические заменители сельскохозяйственного сырья. Это, в свою очередь, давит на цены таких сырьевых товаров, как хлопок и натуральный каучук. В то же время динамика цен на сельскохозяйственных рынках определялась главным образом предложением соответствующих видов сырья, на которое оказывали влияние, в частности, погодные условия. Главной причиной снижения цен на большинство видов минерального сырья, руд и металлов также стало увеличение предложения: свою отдачу стали приносить инвестиции, сделанные в прошлом десятилетии в условиях высокого спроса, который, несмотря на продолжающийся рост, утратил динамизм.

Перспективы сырьевых цен остаются туманными. Вызванное избытком предложения снижение цен на сырье уже ведет к сокращению инвестиций и производственных мощностей, в то время как будущий спрос, по всей видимости, будет определяться темпами и характером восстановления в развитых странах и перспективами роста в более крупных странах – развивающихся рынках. В то же время последние тенденции служат напоминанием о том, с какими проблемами по-прежнему приходится сталкиваться зависящим от сырьевых товаров развивающимся странам и как важно для них правильно использовать ресурсную ренту для проведения диверсификации и промышленной политики в целях обеспечения структурных изменений и устойчивого роста.

Страны с переходной экономикой оказались в числе тех регионов, которые в наибольшей степени пострадали от снижения цен на сырье и оттока капитала, и в 2015 году можно ожидать сокращения их ВВП. В Российской Федерации и на Украине проблемы с платежным балансом усугублялись политическими конфликтами. Резкое обесценение валюты и инфляция ослабляли внутренний спрос и углубляли рецессию в экономике. Это, в свою очередь, отражается на соседних странах, для которых Российская Федерация служит важным рынком и источником переводов трудовых мигрантов. В очень опасной ситуации оказалась сегодня Украина: падение доходов, обесценение валюты и накопление непосильного долга делают вполне реальной возможность дефолта.

Замедление роста в регионе Латинской Америки и Карибского бассейна, которое началось в 2011 году, по всей видимости, продлится и в 2015 году. В частности, с проблемой ухудшения «условий торговли» и волатильностью потоков капитала пришлось столкнуться странам Южной Америки и Мексике. Ухудшение внешнего климата и трудности с проведением антициклической политики, в том числе с наращиванием кредитования, ослабили возможности стимулирования экономики; некоторые страны пошли даже на ужесточение проводимого курса. Напротив, большинство стран Центральной Америки и Карибского бассейна будут, судя по всему, расти темпами, намного превышающими среднерегиональные, благодаря снижению цен на нефть и меньшей уязвимости для потоков спекулятивного капитала.

Неоднородной является картина в регионе Африки. На национальном доходе центральноафриканских и других стран, таких как Ливия, отрицательно сказываются вооруженные конфликты, в то время как страны Западной Африки, по всей видимости, будут продолжать испытывать последствия недавней вспышки Эболы. Высокими остаются темпы роста стран Восточной Африки, «условия торговли» которых улучшились. В Южной Африке рост будет оставаться слабым, в то время как некоторые крупные и средние страны Африки к югу от Сахары, такие как Ангола и Нигерия, страдают от снижения цен на сырьевые товары, в первую очередь нефть.

Как и в предыдущие годы, самым динамичным регионом оставалась Азия. Страны Восточной, Южной и Юго-Восточной Азии по-прежнему растут довольно высокими темпами, которые, по оценкам, составят в 2015 году для трех этих субрегионов 5,5–6%. Главным двигателем роста по-прежнему выступает внутренний спрос, в котором растет доля потребления, как государственного, так и частного. Таким образом, хотя норма накопления по сравнению с другими регионами и остается очень высокой (и, по всей видимости, будет оставаться таковой, особенно с учетом потребностей в развитии инфраструктуры), большинство азиатских стран, особенно Китай, судя по всему, начинают менять структуру спроса, стремясь придать ей в долгосрочной перспективе больше устойчивости. Лопнувший на китайском фондовом рынке пузырь усилил экономическую неопределенность из-за опасений, что это может отразиться на внутреннем спросе. В то же время рост частного потребления связан главным образом с увеличением доходов, а не кредитования, что также имеет немаловажное значение для устойчивости роста. Кроме того, негативные последствия финансовых потрясений, по всей видимости, призвана компенсировать стимулирующая бюджетно-финансовая и денежно-кредитная политика. Тем временем падение цен на нефть позволило уменьшить дефицит счета текущих операций в ряде стран, таких как Индия и Пакистан, чьи темпы роста экономики, по прогнозам, должны сохраниться или даже несколько повыситься. В Западной Азии выигравшей оказалась Турция, в то время как большинство стран – экспортеров нефти субрегиона столкнулись с ухудшением «условий торговли». Кроме того, перспективы роста в некоторых районах этого субрегиона омрачают вооруженные конфликты.

В быстром выходе развивающихся стран из глобального финансового кризиса многие увидели подтверждение того, что они смогли побороть силу притяжения развитых стран и выйти на свою собственную, независимую экономическую орбиту. Однако вывод об обособлении их траектории развития сегодня выглядит уже не столь убедительно, поскольку отовсюду из развивающегося мира стали доноситься тревожные сигналы: резкое обесценение некоторых валют, лихорадка и даже паника на фондовых рынках, рецессия в некоторых крупных странах – развивающихся рынках и рост дефицита и разбухание задолженности в ряде стран.

Именно в таких непростых условиях многосторонним финансовым учреждениям приходится решать поставленные перед ними задачи: прокладывать стабильный курс для мировой экономики и оперативно тушить на финансовых рынках любые искры, угрожающие перерасти в настоящий финансовый пожар. В то же время за период, прошедший с момента возникновения глобального финансового кризиса, стало ясно одно – международной финансовой конструкции недостает инструментов для тушения более серьезных очагов. Но что еще хуже, современная международная валютно-финансовая система сама стала демонстрировать симптомы пиромании, поощряя такое

политическое вмешательство, которое зачастую ведет лишь к углублению, а не к сглаживанию кризиса, и перекладывая бремя выхода из него на плечи стран с высоким уровнем долга и дефицита.

### Парадокс ликвидности: то дефицит, то избыток

Крах послевоенной международной валютной системы (МВС) в начале 1970-х годов и политика открытых дверей для крупных международных потоков частного капитала означали, что к «официальным» источникам глобальной ликвидности – накопленным валютным резервам, своп-линиям между центральными банками, а также распределению специальных прав заимствования (СДР) и займам Международного валютного фонда (МВФ) – добавились и другие источники. Появилась возможность дополнить официальное финансирование «частной ликвидностью» в форме трансграничных кредитов и/или валютных займов, предоставляемых финансовыми (банками) и нефинансовыми институтами (предприятиями), и эта возможность стала использоваться все шире. По сути это означало слияние международной валютной и финансовой систем.

Увеличение объема частной глобальной ликвидности не только устранило одно из потенциальных препятствий для роста, но и усилило цикличность и нестабильность МВС. В ответ на это многие развивающиеся страны в качестве меры предосторожности стали накапливать официальную ликвидность в форме валютных резервов. Такие резервы служат своего рода страховкой на случай дефицита ликвидности, который может возникнуть в результате неожиданного истощения или разворота потоков капитала. Кроме того, они являются побочным результатом вмешательства в функционирование валютных рынков, призванного не допустить повышения валютного курса из-за притока капитала, не связанного с финансированием импорта. Создание таких резервов дает еще одно дополнительное преимущество, позволяя избежать необходимости обращаться за финансовой помощью к МВФ в кризисных ситуациях, соглашаясь при получении кредитов от этого учреждения на ограничение своей свободы действий.

С начала тысячелетия суммарные валютные резервы заметно увеличились, причем основной их прирост обеспечили развивающиеся страны. Эти резервы отчасти формировались за счет положительного сальдо текущих операций, а отчасти – за счет займов на международных рынках капитала. В свете общепринятых представлений о назначении таких резервов – сглаживать колебания экспортных поступлений или финансировать краткосрочную (до одного года) внешнюю задолженность – эти резервы иногда считали избыточными. Однако при оценке необходимого уровня резервов следует принимать во внимание и такие факторы, как финансовая открытость, необходимость поддержания стабильного обменного курса и масштабы национальной банковской системы. Накопление крупных резервов означает передачу ресурсов той стране, валюта которой используется в качестве резервной, поскольку такие резервы обычно вкладываются в «безопасные», но низкодоходные активы этих стран. Это одна из причин крайней несправедливости МВС.

Такое сочетание неадекватности и несправедливости свидетельствует о необходимости создания более диверсифицированных и эффективных механизмов пополнения валютной ликвидности, особенно в периоды кризисов, что позволило бы сократить создаваемые на черный день крупные резервы иностранной валюты или даже полностью отказаться от них. В идеале, системные слабости и перекосы лучше всего исправлять, заключая новые многосторонние соглашения. Работа по созданию более диверсифицированной МВС неизбежно повлечет за собой переход от долларовой стандарта к мультивалютной системе, в которой будет использоваться целый ряд международных валют – доллар, евро, юань, а, возможно, и некоторые другие валюты. В качестве альтернативы можно расширить использование механизма СДР.

Каждый из вариантов поможет сократить расходы на поддержание созданных за счет заемных средств резервов и ослабить зависимость нынешней системы от стран, в валютах которых эти резервы деноминированы. Кроме того, система, основанная на использовании СДР, позволит не связывать эмиссию официальной международной ликвидности с национальными эмитентами. А появление реальной альтернативы деноминированным в национальной валюте резервным

активам поможет успокоить страны, накопившие крупные резервы, которые беспокоятся за их покупательную способность. Кроме того, поскольку в основе СДР лежит корзина валют, диверсификация деноминированных в долларах активов будет сопряжена с гораздо меньшим риском курсовых колебаний, чем переход к многовалютной системе, что поможет свести к минимуму угрозу глобальной финансовой нестабильности. Существует и ряд других преимуществ, связанных, в первую очередь, с повышением эластичности предложения ликвидности и с более дисциплинированным поведением стран-обладательниц резервных валют, поскольку у них исчезнут возможности злоупотреблять неоправданной привилегией эмитировать свою валюту для решения узких национальных задач в ущерб более широким глобальным интересам.

### **Возможные шаги по реформированию международной валютно-финансовой системы**

Действенные многосторонние соглашения должны оставаться долгосрочной целью любой всеобъемлющей повестки дня реформ. В то же время такие соглашения предполагают необходимость широкомасштабных институциональных изменений – от согласования новых правил многостороннего регулирования валютных курсов до создания глобального центрального банка и даже новой глобальной валюты. Даже при менее масштабной повестке дня эффективного функционирования этих соглашений потребуются всесторонняя координация макроэкономической политики. Помимо этого, необходимо увеличить ресурсы МВФ и реформировать механизм их использования, чтобы полнее удовлетворять потребности развивающихся стран и лучше контролировать действия системообразующих государств. Однако в силу ряда экономических и политических причин даже эти изменения в ближайшей перспективе представляются недостижимыми.

Это означает, что, несмотря на все свои недостатки, МВС, судя по всему, сохранит привязку к доллару в обозримом будущем. Таким образом, вопрос заключается в том, как реформировать систему, основанную на национальных валютах, многие из которых являются плавающими, и крупных международных потоках частного капитала, таким образом, чтобы она гарантировала достаточную степень глобальной макроэкономической и финансовой стабильности. Это потребует ограничить роль международных потоков частного капитала как источника международной ликвидности и обеспечить, чтобы институциональные механизмы могли генерировать достаточный объем официальной международной ликвидности, тем самым устраняя необходимость подстраховываться, накапливая крупные валютные резервы. Кроме того, следует добиться того, чтобы часть бремени легла на плечи стран, обладающих избыточными ликвидными средствами.

Международное сообщество отреагировало на этот вызов, расширив, в частности, использование центральными банками механизмов валютного свопа для экстренного удовлетворения потребностей в ликвидности и фактически возложив на Федеральную резервную систему Соединенных Штатов роль международного кредитора последней надежды. Это обосновывалось тремя главными аргументами: во-первых, центральные банки могут действовать быстро; во-вторых, их эмиссионные возможности практически неограничены; и, в-третьих, операции своп с центральными банками – эмитентами валюты, в которой ощущается недостаток, не влекут за собой негативных последствий для валютных курсов. Существующие механизмы свопов, предлагаемые центральными банками развитых стран, в основном удовлетворяют потребности самих развитых стран, и их использование может быть продиктовано политическими соображениями или корыстными интересами. Недавно Народный банк Китая (НБК) заключил соглашения о валютном свопе с широким кругом центральных банков других стран, в большинстве своем развивающихся.

Трудности с подготовкой и проведением различных реформ укрепляли уверенность в том, что подстраховка путем создания крупных валютных резервов является для развивающихся стран единственной возможностью добиться стабильности валютного курса и гарантировать предсказуемое и упорядоченное финансирование в случае возникновения чрезвычайных обстоятельств. В то же время сохранение статуса-кво сопряжено с серьезными рисками, особенно когда

валютные резервы формируются за счет привлечения заемных средств на международных рынках или притока портфельных инвестиций. Решить эту проблему можно, в частности, попытавшись накопить положительное сальдо по счету текущих операций. В то же время такой вариант есть не у всех стран, и в той мере, в которой он связан с необходимостью девальвации, он вполне может спровоцировать валютные войны или серьезно осложнить долговую ситуацию. Более того, повсеместное стремление к накоплению валютных резервов ни в коей мере не ориентирует МВС на стимулирование роста, что лишь сдерживает и без того вялый спрос и экономический подъем в мире.

Для развивающихся стран, возможно, было бы предпочтительно пойти по пути активного выстраивания системы региональных и межрегиональных механизмов в целях укрепления региональной макроэкономической и финансовой стабильности, сокращения потребностей в валютных резервах, повышения устойчивости и расширения потенциала на случай резкого ухудшения состояния платежного баланса. Помимо некоторых институциональных недостатков главной проблемой региональных механизмов, по всей видимости, является их ограниченный охват, который становится особенно очевидным в тех случаях, когда с внешними потрясениями сталкиваются сразу все их участники. В решении этой проблемы особенно полезными могли бы стать межрегиональные механизмы свопов. Еще одна возможность видится в создании общего фонда, капитал которого периодически пополнялся бы и который мог бы использоваться региональным клиринговым союзом или резервным пулом в случае возникновения потребности в увеличении объема предложения ликвидности за счет заемных средств. Это могло бы даже стать эффективным инструментом предупреждения распространения в пределах регионов последствий внешних потрясений разной интенсивности или продолжительности. Более того, в разнородном международном сообществе мощные региональные механизмы можно было бы увязывать с глобальными, другими региональными или национальными институтами в целях создания более качественной системы управления по сравнению с той, которая опирается исключительно на глобальные финансовые учреждения. Такое сочетание механизмов самых разных уровней может, по крайней мере отчасти, стать альтернативой накоплению резервов и помочь преодолеть негативное влияние МВС на экономический рост, тем самым став трамплином для проведения более всеобъемлющей реформы в будущем.

### Международное финансовое регулирование: на половине пути

Кризис стал еще одним подтверждением того, что разрыв между реальной и финансовой экономикой усиливается: капитал используется для спекуляций, а не для финансирования бизнеса, а сбережения домашних хозяйств больше не находятся в безопасности. Особое внимание, и не без оснований, привлекли к себе банки, поскольку в силу международного характера своей деятельности они стали слишком большими для того, чтобы можно было допустить их крах до кризиса или спасти их после того, как этот кризис разразился. Необходим более строгий надзор за системообразующими финансовыми учреждениями, а также более тщательный контроль за состоянием капитальных счетов. До сегодняшнего дня МВФ был не готов взять на себя эту задачу, хотя мониторинг негативных побочных эффектов уже стал частью его работы.

В рамках международной повестки дня реформ, координируемой Советом по финансовой стабильности (СФС), был принят ряд мер в области регулирования и надзора, в том числе пересмотрены положения третьего Базельского соглашения (Базель III) и выработаны конкретные требования к банкам, деятельность которых имеет важное значение для глобальной финансовой системы. Хотя эти реформы и подаются как прорывные, они вряд ли смогут существенно повысить устойчивость банков. Хотя Базель III и предъявляет гораздо более высокие требования к достаточности капитала банков, чем Базель II, закрепленная в соглашении методика оценки рисков позволяет банкам иметь очень высокую долю заемных средств в совокупном капитале и при этом не стимулирует кредитование малых и средних предприятий (МСП) и начинающих и инновационных фирм. Еще большего сожаления заслуживает, по всей видимости, тот факт, что пруденциальное регулирование по-прежнему разрешает банкам руководствоваться собственными оценками или

мнением рейтинговых агентств при расчете стоимости активов с поправкой на риски и, исходя из этого, определять объем капитала, который позволит им справиться с непредвиденными потерями.

Особую озабоченность развивающихся стран, добровольно присоединяющихся к Базельским правилам, вызывает то, что содержащиеся в них руководящие принципы оценки кредитных рисков могут заставить их соблюдать более жесткие требования к достаточности капитала при финансировании МСП и при инвестировании в долгосрочные проекты. Помимо этого, директивным органам развивающихся стран следует помнить, что Базельские соглашения изначально не направлены на решение их конкретных задач: их цель заключается в унификации национального регулирования и в предупреждении регулятивной конкуренции между странами, принимающими у себя крупные и многофункциональные финансовые учреждения, активно работающие на международном уровне.

Параллельно проведению этих регулятивных реформ на международном уровне ряд развитых стран разработали новое законодательство для противодействия системным рискам в рамках своих финансовых систем. Самыми далеко идущими стали положения об «обособлении» или отделении коммерческой деятельности от инвестиционной, чтобы оградить и тем самым защитить активы вкладчиков от рискованных банковских операций и снизить вероятность панического изъятия банковских вкладов в случае неплатежеспособности банков. В то же время, хотя эти инициативы и направлены на устранение основных слабых мест банковской системы, они наталкиваются на мощное противодействие банковского лобби, которое пытается, и не без успеха, задержать или спустить на тормозах их реализацию.

### **Нерешенные проблемы: теневая банковская система и рейтинговые агентства**

Все внимание к традиционному банковскому сектору означало, что рискам, связанным с расширением теневого банковского сектора, появившегося на свет за несколько десятилетий либерализации и дерегулирования финансовой системы, уделяется недостаточное внимание. Инновационные формы рыночных услуг кредитования и новая разновидность финансовых компаний (таких как хедж-фонды) и брокеров-дилеров (нередко представляющих собой финансовые конгломераты) подняли операции с долговыми обязательствами в финансовой системе на новый уровень, поставив под угрозу финансовую стабильность. Одна из проблем связана с качеством созданных и предлагаемых рынку продуктов. Несмотря на всю сложность оценки их токсичности, проводить ее, безусловно, необходимо, а рейтинговые агентства (РА) продемонстрировали, что они не в состоянии справиться с этой задачей. Еще одна проблема заключается в том, что теневая банковская система может усиливать циклический характер функционирования финансового рынка, наводняя его долговыми инструментами, когда цены на активы высоки, и провоцируя быстрое и глубокое сокращение финансирования в условиях ослабления доверия на рынке.

Несмотря на кризис, теневая банковская система остается очень крупным сектором, который продолжает расти, в том числе в некоторых развивающихся странах. Хотя в этих странах ее функционирование обычно не сопряжено с длинными, сложными и непрозрачными цепочками финансовых операций, оно, тем не менее, может создавать системные риски как напрямую, поскольку значение теневых операций в финансовой системе растет, так и косвенно, в результате взаимодействия с регулируемой банковской сферой. Так, акцент в ходе проведения реформ на регулируемый финансовый сектор может даже подталкивать банки к переориентации на теневые банковские операции.

В мире растущего долга одну из ключевых ролей в управлении финансовой системой играют рейтинговые агентства. Занимающая господствующее положение на этом рынке горстка компаний («большая тройка») не может похвастаться безупречным послужным списком. Их обвиняли в конфликте интересов и даже в обкрадывании инвесторов, для которых они готовили слишком радужные оценки некоторых финансовых инструментов (нередко в интересах платящих им клиентов), в том числе оценки чрезмерно рискованных ипотечных финансовых инструментов. Помимо этого

они оказывают сильное влияние на то, как инвесторы оценивают кредитоспособность суверенных эмитентов. Кризис 2008 года наглядно показал, что в основе рейтингов, как правило, лежат предвзятые суждения, а не фундаментальные макроэкономические показатели, что может вредить стратегиям развития, неоправданно повышая стоимость заемных средств для правительств тех стран, которым был присвоен заниженный рейтинг. Сегодня признается, что широкое использование рейтингов РА представляет собой угрозу финансовой стабильности и источник системного риска. Действительно, СФС рекомендует странам снизить механическую зависимость от рейтинговых агентств. Тем не менее оценки РА по-прежнему оказывают серьезное влияние на структуру портфелей и на процентную ставку, которую заемщики платят за доступ к финансированию. Рейтинги широко используются банками в пруденциальных целях, поскольку как Базель II, так и Базель III позволяют им рассчитывать надежность капитала для целей оценки его достаточности, исходя из рейтингов РА. Кредитными рейтингами пользуются также центральные банки при осуществлении операций на открытом рынке, а также инвестиционные фонды при разработке своих стратегий.

Задача противодействия финансовой нестабильности на международном уровне актуальна и для многих развивающихся стран, в которых расширяют свое коммерческое присутствие иностранные банки. Такие банки могут являться системообразующими для принимающей страны, хотя на их операции в этой стране может приходиться лишь очень малая доля их глобального бизнеса. Это создает трудности для надзорных органов принимающих стран, особенно в отсутствие координации надзора за деятельностью транснациональных банков между принимающими странами и странами их происхождения. Кроме того, облегчая доступ к иностранному капиталу, эти банки могут одновременно играть немаловажную роль в усилении волатильности потоков капитала и формировании тенденций, являющихся потенциальным источником слабости, в том числе пузырей на рынках различных активов.

### К более масштабной повестке дня

Посткризисные реформы механизмов регулирования скорее закрепляют в нынешнем виде, чем трансформируют финансовую систему. Для того чтобы финансовая система стала более прочной и лучше удовлетворяла потребности реальной экономики и общества, повестка дня реформ должна быть более масштабной. Нынешних попыток усилить пруденциальное регулирование путем ужесточения требований к капиталу и ликвидности недостаточно; необходимо также провести структурные реформы, направленные как на обеспечение стабильности, так и на достижение целей развития и решение социальных задач.

В ходе таких реформ особое внимание, в частности, должно уделяться тем видам финансовых операций, которые требуют строгого разделения на розничные и инвестиционные, в том числе на международном уровне, а также регулированию услуг, которые в настоящее время предоставляются теневой банковской системой. В то же время только за счет такого внимания невозможно добиться того, чтобы финансовая система выделяла достаточно ресурсов на общие цели развития. Поскольку коммерческие банки не могут брать на себя риски, связанные с финансированием развития, государству следует предпринимать различные шаги для содействия созданию более диверсифицированной системы как с институциональной, так и с функциональной точек зрения.

Рейтинги кредитоспособности по-прежнему имеют огромное значение для здоровья финансового сектора. Вместе с тем существующие агентства не могут похвастаться успехами, особенно в прогнозировании серьезных кризисов. За широким признанием того, что высокая концентрация сектора, в котором господствуют три крупнейших международных РА, стала причиной отсутствия в нем конкуренции, должны последовать серьезные изменения, призванные искоренить случаи конфликта интересов, например, в результате изменения модели оплаты услуг агентства: за них должны платить не эмитенты долговых обязательств, а их покупатели. Однако эта новая модель в любом случае потребует того или иного государственного вмешательства, призванного исключить бесплатное использование таких услуг. Звучат и более радикальные предложения, например,

полностью отказаться от услуг рейтинговых агентств в сфере регулирования или преобразовать РА в государственные учреждения, поскольку они должны работать на благо общества. Кроме того, банки могли бы вносить плату государственному органу, который сам назначал бы тех, кто будет составлять рейтинг ценных бумаг. В качестве альтернативы банки могли бы вернуться к выполнению той функции, которая исторически была для них одной из самых важных, а именно к оценке кредитоспособности потенциальных заемщиков и экономической обоснованности проектов, которые они планируют финансировать.

Регулирование впрямь не должно сдерживать финансирование долгосрочных инвестиций, инноваций и деятельности МСП лишь из-за того, что такое финансирование считается более рискованным с чисто пруденциальной точки зрения. Действительно, при эффективном регулировании такое кредитование будет стимулировать рост и в конечном счете поможет повысить общее качество банковских активов.

### Рецидивы кризиса внешнего долга

От Аккры до Киева и от Афин до Сан-Хуана проблемы внешнего долга в последние месяцы не уходят с первых полос газет. Наличие внешнего долга само по себе не является проблемой; работа с долговыми инструментами является важной частью любой финансовой стратегии, и их использование для наращивания производственного потенциала способствует увеличению доходов и экспортных поступлений, необходимых для обслуживания этого долга. В то же время, когда внешний долг накапливается главным образом вследствие резкого увеличения притока частного капитала, практически никак не связанного с финансированием торговли и инвестиций в реальную экономику, такие потоки могут вести к образованию пузыря, чрезмерному удорожанию валюты, избыточному импорту и макроэкономической нестабильности. В этих условиях требования кредиторов могут быстро превысить способность должников генерировать ресурсы, необходимые для обслуживания долга.

Примерно за последние десять лет долговая ситуация большинства развивающихся стран улучшилась благодаря высокому экономическому росту в сочетании с благоприятным уровнем процентных ставок и международной помощью в уменьшении долгового бремени. По отношению к ВВП сумма внешней задолженности заметно снизилась по сравнению с пиковым уровнем 1990-х годов, опустившись в большинстве регионов ниже уровня 30%. Аналогично этому процентные платежи по этому долгу в 2013 году составляли от 1% до 6% от объема экспорта по сравнению с 15% (в среднем) в 1980-х и 1990-х годах. Изменилась и структура этой задолженности: вместо синдицированных банковских кредитов в ней стали преобладать облигационные займы, причем в последнее время на международных рынках облигаций стали впервые появляться новые страны, в том числе страны Африки к югу от Сахары. В то же время иностранные инвесторы стали проявлять интерес к выраженным в национальных валютах долговым обязательствам все большего числа развивающихся стран – новых рынков.

В то же время было бы преждевременным рассматривать эти тенденции как залог будущей экономической устойчивости. С 2011 года уровень задолженности в мире вновь стал расти, главным образом под влиянием активизации заемной деятельности государственного сектора в некоторых развитых странах, а также резкого увеличения государственных займов в развивающихся странах с низким уровнем дохода и преимущественно частных займов в некоторых развивающихся странах – новых рынках. Управляющие иностранными активами могут быстро закрыть позиции по всем выраженным в национальной валюте долговым обязательствам той или иной страны и уйти с рынка по причинам, имеющим мало общего с фундаментальным состоянием экономики, нанеся тем самым сильный удар по внутренним процентным ставкам и курсу валюты. В результате ряд РПЭ могут в предстоящие годы столкнуться с растущими трудностями в обслуживании своей задолженности в условиях, когда находившиеся на рекордно низком уровне ставки процента в Соединенных Штатах в предстоящие несколько лет будут, по всей видимости, постепенно

повышаться, возможности экспорта в развитые страны останутся ограниченными, а цены сырьевых товаров будут стагнировать или продолжать снижаться. В случае быстрого роста частных внешних долгов существует опасность повторения ситуации, предшествовавшей латиноамериканскому кризису 1980-х годов и азиатскому кризису 1990-х годов, когда долговые обязательства частных субъектов в конечном счете оказались на балансе государства. Хотя значительно более высокий объем валютных поступлений этих стран может отсрочить кризис и сгладить его последствия, если кризис все же наступит, нынешний высокий уровень задолженности серьезно повышает уязвимость в случае неожиданного исчерпания возможностей получения валютных займов.

На самом деле острые долговые проблемы возникают из-за безответственности как кредиторов, так и заемщиков. Однако с наступлением эпохи быстрой финансовой либерализации и финансовой открытости основными причинами возникновения у развивающихся стран серьезных трудностей с погашением долгов стали меняющиеся экономические условия и восприятие рисков в развитых странах. Опыт последних нескольких десятилетий свидетельствует о том, что потоки капитала могут быстро менять направление, иногда вследствие цепной реакции, и провоцировать кризисы внешней задолженности. За такими кризисами могут быстро последовать резкое обесценение валюты, проблемы в банковской сфере, банкротства компаний и сокращение рабочих мест, делающие необходимым для восстановления контроля над ситуацией вмешательство государства, оказывающего помощь терпящим бедствие компаниям, предоставляющего экстренное финансирование и принимающего антициклические меры. Именно в рамках такой последовательности событий кризисы внешней задолженности нередко перерастают в кризисы государственных финансов.

До тех пор, пока дефолты по частным долгам не отражаются на экономике в целом, они урегулируются инструментами коммерческого права в той юрисдикции, где были выпущены долговые обязательства. Совсем иной круг проблем возникает тогда, когда речь заходит о суверенном внешнем долге. Главная из них, безусловно, заключается в том, что управление внешним долгом при помощи макроэкономических инструментов влечет за собой далеко идущие социальные, экономические и политические последствия для всего населения, в первую очередь опосредованные механизмами создания общественных благ. Кроме того, по сравнению с частными должниками суверенные заемщики являются одновременно и более, и менее уязвимыми. С одной стороны, в отличие от частных должников суверенные заемщики, не имеющие возможности обслуживать свой долг, не могут рассчитывать на то, что в реструктурировании или отсрочке выплат им поможет законодательство о банкротстве. С другой стороны, кредиторы не могут беспрепятственно конфисковать некоммерческие государственные активы в счет погашения суверенного долга, по которому был допущен дефолт. Поэтому проблемы суверенного долга традиционно урегулируются в ходе прямых переговоров между суверенными должниками и их кредиторами.

Современный механизм реструктурирования суверенной задолженности лишен всякой видимости целостности и основывается на ряде специальных договоренностей. Ему присущи многочисленные недостатки. Во-первых, суверенными долговыми проблемами, как правило, начинают заниматься очень поздно, пытаясь справиться с ними малой кровью. Правительства стран-должников не желают признавать проблемы с платежеспособностью, опасаясь спровоцировать отток капитала, финансовый и экономический кризис. Очевидные причины оттягивать официальное признание наличия проблем с платежеспособностью имеют и частные кредиторы, поскольку такое признание с большой степенью не позволит им вернуть всю сумму долга. Медлительность в таких вопросах нередко находит понимание у официальных кредиторов, которые готовы оказывать экстренную помощь для восполнения предполагаемого дефицита ликвидности. На практике такая помощь направляется на погашение обязательств перед частными кредиторами, а не на стимулирование экономического подъема. Во-вторых, при урегулировании долговых проблем существующий механизм возлагает большую часть бремени на плечи стран-должников, увязывая их кредитование с соблюдением определенных требований – проводить политику жесткой экономии и структурные реформы, резко замедляющие деловую активность. Наконец, в условиях усиливающихся требований защитить права кредиторов и быстрого роста внешних облигационных

займов как инструмента долгового финансирования задача реструктурирования суверенного долга очень сильно осложнилось. Помимо участия в этом процессе тысяч индивидуальных держателей облигаций, имеющих самые разные интересы и находящихся в разных юрисдикциях, это способствовало также появлению в высшей степени спекулятивных фондов, представляющих не идущих на сотрудничество держателей облигаций, в том числе так называемых фондов-стервятников. Эти фонды скупают просроченные суверенные облигации по очень низкой цене с единственной целью в судебном порядке добиться от правительств выплаты номинальной стоимости, процентов, штрафов за просрочку и судебных издержек, получая прибыль в размере до 2 000%.

### Альтернативные подходы к реструктурированию суверенного долга

Необходимость безотлагательно выработать более эффективный и справедливый подход к реструктурированию суверенных долгов получает все более широкое признание. Рассматриваются три взаимодополняющих возможности. Первая возможность заключается в укреплении действующего рыночного подхода к реструктурированию задолженности путем уточнения и адаптации его правовой основы. Речь идет, например, о доработке так называемых положений о коллективных действиях (ПКД) в облигационных контрактах, позволяющих (квалифицированному) большинству держателей облигаций голосовать за решение о реструктурировании долга, которое имеет обязательную силу для всех держателей облигаций. В числе других примеров можно привести уточнение положений о *pari passu* (равноправии держателей облигаций) в долговых контрактах и положений об условиях осуществления платежей. Последние ставят будущие выплаты суверенными должниками в зависимость от экономических условий, например, привязывая выплаты по облигационным займам к динамике ВВП или допуская при определенных условиях возможность конвертации облигаций (так называемые условно конвертируемые облигации). Главное достоинство такого подхода заключается в том, что он является добровольным и консенсусным. В то же время он не решает потенциальных проблем с уже действующими долговыми контрактами, зачастую охватывая лишь отдельные виды долговых обязательств (например, обязательства по облигациям в случае ПКД), и вряд ли может быть полезен в предупреждении долговых кризисов и урегулировании проблем суверенного долга в интересах скорейшего восстановления экономики и ее возвращения на траекторию роста.

Второй подход опирается на принципы международного публичного права, имеющие диспозитивный характер. Его цель заключается в том, чтобы выработать международно признанный подход к реструктурированию суверенного долга при более высоком уровне координации, а возможно и централизации, чем тот, который возможен в рамках договорного рыночного подхода. В основе таких общих правовых принципов обычно лежат неписанные правила поведения или обычаи, признаваемые в большинстве национальных правовых систем, и эти принципы должны применяться и в контексте действующего международного права. Сегодня речь идет о таких основополагающих принципах, как суверенитет, легитимность, беспристрастность, прозрачность, добросовестность и устойчивость.

Такой основанный на принципах подход можно продвигать разными способами. Одна из возможностей видится в институционализации и применении этих принципов на основе общих руководящих положений, согласованных на международном уровне в рамках либо уже существующих форумов, либо новых независимых органов. Другая возможность, не противоречащая первому варианту, заключается в использовании для этого внутреннего законодательства, как в Соединенном Королевстве, где в 2010 году был принят закон об облегчении долгового бремени развивающихся стран, или совсем недавно в Болгарии (закон о борьбе с деятельностью «фондов-стервятников»). В то же время главным недостатком этих принципов, в значительной мере основанных на гибком применении уже существующих переговорных и реструктуризационных механизмов, является их необязательный характер, не гарантирующий готовность «критической массы» сторон к их применению.

Эту проблему можно решить лишь в рамках полноценного международного подхода, сопровождающегося принятием обязательных для исполнения решений. Главной особенностью такого подхода к реструктурированию суверенного долга станет то, что нормативные решения в подобных делах будут приниматься на основе свода международно-правовых норм, заранее прописанных в рамках международного механизма урегулирования долговых проблем. Главной целью любого судебного или иного механизма реструктурирования суверенного долга должна стать выработка схемы прозрачного, предсказуемого, справедливого и действенного урегулирования долговых проблем, и его решения должны быть обязательными для всех сторон и иметь универсальную исковую силу.

Сторонники урегулирования долговых проблем при помощи многосторонних механизмов и процедур часто обращают внимание на асимметрию между наличием в странах проработанного законодательства о банкротстве – неотъемлемой предпосылки здоровой рыночной экономики – и отсутствием аналога, устанавливающего условия реструктурирования суверенных долгов. Механизмы урегулирования долговых обязательств должны преследовать две главные цели. Во-первых, они должны помогать предотвращению финансовых кризисов в странах, сталкивающихся с трудностями в обслуживании внешней задолженности. Такие кризисы зачастую ведут к утрате доверия рынка, резкому обесценению валюты и взлету процентных ставок, нанося серьезный удар по государственным и частным финансам, провоцируя глубокое падение производства и занятости и вызывая резкий рост бедности. Во-вторых, такие механизмы должны содействовать справедливому реструктурированию задолженности, которая больше не может обслуживаться в соответствии с первоначальными условиями. Для достижения этих целей необходимо сделать ряд простых шагов: временно заморозить все причитающиеся платежи как по частным, так и по государственным долгам; автоматически приостановить рассмотрение всех поданных кредиторами исков; ввести временный валютный контроль и контроль за движением капитала; обеспечить финансирование «должников во владении» и временное финансирование важнейших операций по текущему счету; и, в конечном счете, реструктурировать задолженность и облегчить ее бремя.

Создание такого «нормативного» механизма реструктурирования долгов наталкивается на серьезное сопротивление. В то же время его главное преимущество, если, конечно, он будет создан, заключается в том, что он будет поощрять такие меры регулирования и такую практику, которые ставят долгосрочные цели и принципы выше интересов конкретных групп. Активизация работы на всех трех направлениях представляется конструктивным подходом к формированию консенсуса по вопросу эффективного реструктурирования задолженности.

### **Повторение урока: официальная помощь в целях развития должна носить дополнительный характер**

Один из недостатков существующей международной финансовой системы заключается в ее недостаточной способности обеспечить необходимый уровень международного финансирования развития и долгосрочных инвестиций. Как подробно говорилось в предыдущих выпусках «Доклада о торговле и развитии», внутренние ресурсы (как частные, так и государственные) будут оставаться для большинства развивающихся стран важнейшим источником долгосрочных инвестиций. В то же время международное финансирование, особенно долгосрочное, может играть важную роль в тех случаях, когда внутреннее финансирование в ключевых областях ограничено либо полностью отсутствует. Одна из основных проблем заключается в том, что, в то время как международное государственное финансирование может неоправданно зависеть от политических расчетов, участники международных рынков частного капитала, как правило, недостаточно инвестируют в важнейшие проекты в развивающихся странах, поскольку либо эти проекты нередко ассоциируются с длительными периодами окупаемости, серьезными внешними факторами, зависимостью от других инвестиционных проектов, а также с непредсказуемостью конечных результатов, либо инвесторы не располагают информацией о конкретных потребностях МСП или вновь созданных предприятий.

Возникающий в результате дисбаланс между отдачей от инвестиций для частных инвесторов и для общества является давней проблемой политики на всех уровнях развития и требует более активного подключения государства, которое должно предоставлять необходимое финансирование, особенно на цели развития. Самые успешные крупные инвестиционные прорывы стали возможны благодаря эффективному увязыванию тем или иным способом государственных и частных инициатив, так что в самом общем смысле все финансирование развития является смешанным. Главный вопрос заключается в том, кто занимается этим «смешиванием», как он это делает и какую цель он преследует?

Официальная помощь развитию (ОПР), в том числе в форме бюджетной помощи, продолжает играть важнейшую роль в мобилизации ресурсов, в первую очередь для самых бедных и уязвимых развивающихся стран. По сравнению с другими разновидностями внешнего капитала этот вид финансирования отличается большей стабильностью, и, несмотря на неоднозначность эмпирических данных, успешные проекты, осуществлявшиеся за счет крупных ассигнований по линии ОПР, говорят о том, что данное финансирование вполне может играть роль катализатора роста и развития. В то же время тенденции в сфере ОПР не вселяют оптимизма: несмотря на ее увеличение в прошлом десятилетии и достижение ею рекордного уровня в абсолютном выражении, такая помощь составляла в 2014 году в среднем всего лишь 0,29% от ВНД доноров, что намного ниже необходимого и официально согласованного уровня в 0,7% ВНД и даже уровня начала 1990-х годов. Более того, отчасти вследствие стремления обеспечить достижение Целей развития тысячелетия все большие объемы ОПР направлялись в социальные сектора, и лишь небольшая и постоянно сокращающаяся их часть (менее 40% от общего объема) направлялась на развитие экономической инфраструктуры, производственных секторов и связанных с ними отраслей услуг.

Продолжает расширяться сотрудничество между развивающимися странами. Масштабы взаимопомощи развивающихся стран увеличились и достигли в 2011 году порядка 10%, а, возможно, и более высокой доли (в зависимости от того, какими методиками измерения руководствоваться) в общем объеме сотрудничества в целях развития. По сравнению с традиционными потоками между Севером и Югом эта помощь в большей степени ориентирована на развитие инфраструктуры и экономики, хотя она и носит более связанный и двусторонний характер.

Однако нынешние масштабы потоков официальной помощи по-прежнему сильно отстают от потребностей, и даже в том случае, если страны-доноры достигнут целевого показателя ОПР, доведя его до 0,7% ВНД, этого будет недостаточно для восполнения дефицита инфраструктурного и иного финансирования. Эти проблемы усугубляются необходимостью финансирования таких глобальных общественных благ, как меры по предотвращению изменения климата и адаптации к нему. Например, в период с 2010 по 2012 год на эти цели было мобилизовано 35 млрд. долларов. Этого очень мало по сравнению со 100 млрд. долл. в год, обещанными в рамках Копенгагенской договоренности. Более того, поскольку большая часть этих средств учитывается как ОПР, их нельзя в полной мере считать «дополнительным» финансированием.

В этом контексте была выдвинута идея «смешанного финансирования», в соответствии с которой помощь на цели развития должна использоваться для привлечения частного капитала. В то же время участники ее обсуждения игнорировали длительную историю смешанного финансирования и забыли задать вопросы, «кем, как и в каких целях» оно должно использоваться. Международному сообществу следует глубже изучить то, как эти механизмы будут работать на практике с учетом всех их достоинств и недостатков. Потоки ОПР и так представляют собой смесь субсидий и (субсидируемых) займов, причем в последние годы наблюдается уклон в сторону последних. По данным ОЭСР, размер «помощи», предоставленной в форме займов, удвоился с 9 млрд. долл. в 2006 году до 18 млрд. долл. к 2013 году. Необходимо сделать все возможное, чтобы при оказании такой помощи риски не перекладывались с частного на государственный сектор.

## Государственно-частные партнерства

В последнее время в условиях активизации процесса финансиализации идея привлечения негосударственных средств для финансирования долгосрочных инвестиций стала конкретно увязываться с государственно-частными партнерствами (ГЧП).

В последние десятилетия использование ГЧП в развивающихся странах резко расширилось, и в период после 2015 года они будут активно поощряться в надежде на то, что привлечение частного сектора позволит превратить миллионы долларов в миллиарды и даже триллионы. В то же время, хотя в некоторых странах и сферах деятельности ГЧП позволили добиться определенных успехов, в самых остро нуждающихся в финансировании странах и отраслях, например в наименее развитых странах или в сфере водного хозяйства, такие партнерства не получили распространения. Более того, несмотря на рост числа проектов, осуществляемых на основе ГЧП, исторический опыт во многих случаях говорит о том, что такие партнерства не способствовали привлечению «дополнительного» финансирования в реальном экономическом смысле: создание таких партнерств является не более чем бухгалтерским приемом, помогающим освободить государственный бюджет от возникшего в связи с проектом долга. Даже в странах и регионах с богатой историей ГЧП источником львиной доли финансирования нередко является государство. Особое внимание следует уделять оценке долгосрочных финансовых издержек для государства, поскольку реальные масштабы обязательств и ответственности, ложащихся на государство в связи с ГЧП, нередко намного превосходят прогнозы.

В тех случаях, когда к участию в ГЧП привлекаются международные инвесторы, волатильность валютных курсов или макроэкономические потрясения могут быть чреваты для государства дополнительными последствиями; последствия могут возникнуть и в связи с чрезмерно оптимистичными надеждами на потребительский спрос или с более высокими, чем ожидалось операционными расходами, угрожающими рентабельности проекта. Даже когда все идет по плану, нагрузка на бюджет на протяжении всего жизненного цикла проектов, а не только этапа строительства заставила правительства некоторых стран пересмотреть условия всех соглашений о ГЧП и выработать новые правила. В ряде стран правительство настаивает на ведении бухгалтерии по методу начисления, когда в ней отражаются в ней все возможные и будущие обязательства, а не только краткосрочные затраты на этапе строительства. В других случаях неудовлетворительные результаты отдельных проектов, осуществлявшихся на условиях ГЧП, заставили досрочно прекратить некоторые из них и больше к ним не возвращаться. Более чем в 180 городах и других населенных пунктах в 35 странах власти восстановили контроль над своим водным хозяйством, в том числе в городах, получивших международную известность в связи с проектами организации водоснабжения на принципах ГЧП.

## Смесь нового и старого: суверенные фонды и банки развития

Один из главных вызовов в сфере долгосрочных инвестиций связан с финансированием производственной деятельности, которая является потенциально прибыльной, но которую частные инвесторы игнорируют по причине неэффективности рыночных механизмов. Устранение таких недостатков лучше всего доверить специализированным государственным финансовым учреждениям.

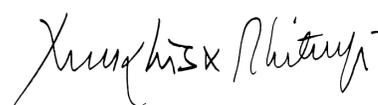
Одной из разновидностей таких учреждений являются суверенные фонды благосостояния (СФБ). Они представляют собой целевые финансовые механизмы, принадлежащие национальным и региональным властям, которые владеют крупными зарубежными активами и предпочитают инвестировать их, а не хранить в виде международных резервов. СФБ привлекают к себе все больше внимания не только в силу колоссального размера их совокупных активов, которые по состоянию на сегодняшний день оцениваются примерно в 7 трлн. долл., но и поскольку почти 6 трлн. из них принадлежит более чем 40 развивающимся странам и странам с переходной экономикой. Распределение активов между фондами является крайне неравномерным, поскольку почти 90% всех активов, принадлежащих развивающимся странам, находятся в руках семи стран. Но даже в остальных странах, размер активов которых относительно невелик, этих ресурсов достаточно для того, чтобы

повлиять на процесс развития. В то же время сегодня СФБ разрешается напрямую вкладывать средства в проекты развития лишь в сравнительно редких случаях; большинство из них занимается портфельными инвестициями так же, как и традиционные частные инвесторы.

Совсем иначе работают банки развития, которые создаются именно для того, чтобы компенсировать краткосрочный уклон, присущий потокам и рынкам частного капитала. Перед ними ставится конкретная задача – поддерживать ориентированные на развитие проекты, – и свою финансовую базу они могут формировать, привлекая дешевый долгосрочный капитал на международных рынках. Такие банки могут предоставлять странам с низким уровнем дохода кредиты на финансирование проектов развития по субсидируемым процентным ставкам; на льготные кредиты приходится около 30% их совокупного кредитного портфеля. Кроме того, они играют важную антициклическую функцию, поскольку выдаваемые им под проекты кредиты восполняют нехватку финансирования в периоды спада или кризиса, когда частные кредиторы уходят с рынка.

Тем не менее, несмотря на свою огромную роль, без дополнительных вливаний капитала традиционные многосторонние и региональные банки развития, ввиду ограниченности их кредитных ресурсов, не смогут в достаточной мере удовлетворять важнейшие потребности в финансировании развития. Восполнить такую нехватку ресурсов помогает сотрудничество между странами Юга, результатом которого стало появление субрегиональных банков развития в развивающемся мире. Они могут стать очень важными игроками: так, в Латинской Америке сумма займов, утвержденных Андской корпорацией развития, по состоянию на 2014 год составила примерно 12 млрд. долл., т.е. практически столько же, сколько весь кредитный портфель Межамериканского банка развития. Некоторые из новых региональных банков развивающихся стран планируют работать и за пределами своих регионов, как, например, созданный в 2014 году новый Азиатский банк инфраструктурных инвестиций, в число учредителей которого входят развивающиеся и развитые страны, расположенные за пределами азиатского региона. Готовность инвестировать на региональном и международном уровнях демонстрируют также некоторые национальные банки, которые в рамках своих операций осуществляют и внешнее финансирование. В 2014 году общая сумма займов, предоставленных Китайским банком развития, Экспортно-импортным банком Китая и бразильским Национальным банком экономического и социального развития (известного как БНДЭС), составила 1 762 млрд. долл., что в пять с лишним раз больше общего объема займов, предоставленных Всемирным банком (328 млрд. долл.). Таким образом, ситуация с банками развития серьезно меняется как в связи с новыми инвестиционными потребностями, так и под влиянием более общих тенденций – сотрудничества между странами Юга и их выхода на глобальную арену.

Итак, острая потребность в государственной поддержке в сфере долгосрочного финансирования развития сохраняется как на международном, так и на национальном уровне. Эту потребность не могут в полной мере удовлетворить ни инновационные механизмы финансирования, ни ОПР. Отчасти это связано с природой некоторых нуждающихся в финансировании проектов: развитие инфраструктуры всегда будет сопряжено с потребностями в масштабном, долгосрочном финансировании крупными траншами; финансирование МСП и начинающих предприятий всегда будет считаться более рискованным, чем кредитование многих других заемщиков; а рынки никогда не будут финансировать чуждые им общественно полезные проекты, которые не будут приносить прибыль. В то же время это отражает и нынешнее состояние мировой экономики, в которой, как это ни парадоксально, частные инвесторы предпочитают чрезвычайно низкую доходность государственных облигаций рискам инвестирования в частные производственные предприятия.



Мукиса Китуйи  
Генеральный секретарь ЮНКТАД



## СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ПРОБЛЕМЫ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

### А. Последние тенденции в мировой экономике

#### 1. Глобальный рост

После финансового кризиса 2008–2009 годов и восстановления в 2010 году глобальная экономика растет в среднем на 2,5% в год. Ожидается, что в 2015 году рост останется примерно на этом же уровне (таблица 1.1). Это станет результатом некоторого ускорения роста в развитых странах, умеренного замедления в развивающихся странах и сжатия валового внутреннего продукта (ВВП) в странах с переходной экономикой. Поэтому прирост глобального производства будет по-прежнему значительно ниже 4%, которые он демонстрировал в докризисные годы.

Ожидается, что в развитых странах прирост в 2015 году составит около 1,9% против 1,6% в 2014 году. В частности, еврозона и Япония демонстрируют умеренное ускорение роста, хотя и с очень низких отметок 2014 года. Развивающиеся страны в целом будут и далее расти темпами, превышающими 4%, главным образом благодаря устойчивости большинства стран азиатского региона. Однако другие регионы переживают значительное замедление из-за снижения сырьевых цен и оттока капитала, что потребовало ужесточения

макроэкономической политики в некоторых странах. Больше всего эти изменения ударили по Латинской Америке, странам с переходной экономикой и Западной Азии, в то время как в африканских субрегионах картина представляется достаточно пестрой.

В развитых странах недавнее повышение экономической активности отражает оживление внутреннего спроса благодаря росту потребления домохозяйств и ослаблению налоговой политики. Рост потребления домохозяйств во многом стал результатом снижения цен на энергоносители и улучшения конъюнктуры на некоторых рынках труда при снижении безработицы в таких странах, как Германия, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты и Япония. По-прежнему проводилась политика денежной экспансии при крайне низких процентных ставках во всех развитых регионах и программах «количественного смягчения» (КС) в еврозоне и Японии.

В Европе программа КС Европейского центрального банка (ЕЦБ) способствовала дальнейшему снижению доходности по суверенному долгу, однако к настоящему времени это не оказало особого воздействия на приток кредита в частный сектор. Тем не менее

Таблица 1.1

## РОСТ МИРОВОГО ПРОИЗВОДСТВА В 2007–2015 ГОДАХ

(Изменение в процентах к предыдущему году)

Регион/страна	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>a</sup>
<b>Весь мир</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Развитые страны</b>	<b>2,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
<i>в том числе:</i>									
Япония	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,9
Соединенные Штаты	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4	2,3
Европейский союз (ЕС-28)	3,0	0,5	-4,4	2,1	1,8	-0,5	0,1	1,3	1,7
<i>в том числе:</i>									
Евросоюз <sup>b</sup>	3,0	0,5	-4,5	2,0	1,8	-0,8	-0,4	0,8	1,5
Франция	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2	1,2
Германия	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,6	0,4	0,1	1,6	1,5
Италия	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,7
Соединенное Королевство	2,6	-0,3	-4,3	1,9	1,6	0,7	1,7	3,0	2,3
Государства – члены ЕС после 2004 года	6,2	3,5	-3,5	2,0	3,1	0,6	1,2	2,6	3,0
<b>Юго-Восточная Европа и СНГ</b>	<b>8,7</b>	<b>5,4</b>	<b>-6,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-2,6</b>
Юго-Восточная Европа <sup>c</sup>	6,2	5,8	-1,8	1,5	1,7	-0,6	2,4	0,7	1,5
СНГ, включая Грузию	8,9	5,3	-6,8	4,9	4,7	3,5	2,0	0,9	-2,8
<i>в том числе:</i>									
Российская Федерация	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,5
<b>Развивающиеся страны</b>	<b>8,0</b>	<b>5,3</b>	<b>2,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>
Африка	6,1	5,5	3,0	5,1	0,9	5,1	3,8	3,4	3,2
Северная Африка, исключая Судан	4,8	6,2	2,9	4,1	-6,8	8,9	1,0	1,3	2,0
Африка к югу от Сахары, исключая Южную Африку	7,4	6,1	5,3	6,7	4,6	4,3	6,0	5,4	4,3
Южная Африка	5,4	3,2	-1,5	3,0	3,2	2,2	2,2	1,5	1,9
Латинская Америка и Карибский бассейн	5,6	3,6	-1,6	5,8	4,7	3,2	2,8	1,4	0,8
Карибский бассейн	7,1	2,5	-1,0	2,7	1,9	2,0	2,7	3,0	3,3
Центральная Америка, исключая Мексику	7,0	3,9	-0,3	3,7	5,2	5,0	4,3	4,2	3,7
Мексика	3,2	1,4	-4,7	5,2	3,9	4,0	1,4	2,1	2,1
Южная Америка	6,6	4,8	-0,2	6,5	5,2	2,8	3,3	0,8	-0,2
<i>в том числе:</i>									
Бразилия	6,0	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1	-1,5
Азия	9,2	5,9	4,1	8,8	6,9	5,1	5,6	5,6	5,2
Восточная Азия	11,1	7,0	6,0	9,5	7,6	6,0	6,3	6,3	5,7
<i>в том числе:</i>									
Китай	14,2	9,6	9,2	10,4	9,3	7,7	7,7	7,4	6,9
Южная Азия	9,1	5,1	4,8	9,0	5,5	3,0	5,2	6,2	6,7
<i>в том числе:</i>									
Индия	10,1	6,2	5,0	11,0	6,2	4,4	6,4	7,1	7,5
Юго-Восточная Азия	6,7	4,2	1,6	8,1	4,7	5,8	4,9	4,3	3,9
Западная Азия	5,5	4,6	-1,0	6,7	7,5	4,0	4,1	3,3	2,5
Океания	4,1	2,1	1,0	3,5	4,4	3,2	2,8	3,3	5,3

**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных «Основные агрегаты национальных счетов» и *World Economic Situation and Prospects (WESP): Update as of mid-2015*, Департамент по экономическим и социальным вопросам Организации Объединенных Наций (ДЭСВ ООН); ECLAC, 2015; Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) 2015; International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook*, April 2015; Economist Intelligence Unit, база данных *EIU CountryData*; JP Morgan, *Global Data Watch*; а также национальных источников.

**Примечание:** Для расчетов итоговых данных по странам взята статистика ВВП в постоянных долларах 2005 года.

**a** Прогноз.

**b** Исключая Литву.

**c** Албания, Босния и Герцеговина, бывшая югославская Республика Македония, Сербия и Черногория.

уменьшение закрепитости уже замедлилось в последние месяцы, бюджетный аскетизм стал умеренным или даже получил некоторый обратный ход, а реальная оплата труда повысилась благодаря падению сырьевых цен. Однако уязвимости сохраняются: во многих странах рост занятости не сопровождался повышением качества рабочих мест, а некоторые банки демонстрируют признаки неустойчивости, при этом понижающиеся риски возросли из-за неопределенности ситуации с долгом Греции. Последняя создает самую прямую угрозу чрезмерного роста доходности суверенного долга Португалии, Испании и других европейских стран, которые недавно стали выбираться из глубин кризиса (см. вставку 1.1).

В Японии после спада в 2014 году экономическая активность начала повышаться, чему способствовал рост потребительских и инвестиционных расходов. Снижение цен на энергоносители окажет позитивное воздействие на торговый баланс и потребительские расходы, как и экспорт в Соединенные Штаты, выросший в первые месяцы 2015 года. Ожидается, что в Соединенных Штатах сохранится траектория послекризисного роста на уровне 2–2,5%, что меньше, чем на предыдущих стадиях подъема, но достаточно для устойчивого создания рабочих мест. Меры бюджетной экономии сворачиваются на федеральном уровне и уровне штатов, а вложения в жилую недвижимость переживают подъем с низкой базы. Однако в ситуации, когда нет особых признаков роста номинальной заработной платы, вызывает озабоченность сохраняющаяся неустойчивость баланса домохозяйств. Даже если ожидаемое крайне постепенное увеличение ключевой процентной ставки не повлечет за собой существенного ужесточения конъюнктуры на денежном рынке, такое увеличение уже оказывает воздействие на международное движение капитала, приведет к удорожанию доллара. Это в свою очередь может вызвать отрицательное воздействие чистого экспорта на рост ВВП.

В Австралии и, особенно, в Канаде, рост замедляется из-за ухудшения их «условий торговли» и снижения инвестиций в добывающих отраслях. В Канаде политика бюджетной экономии также сказалась на экономической активности, хотя рост экспорта в Соединенные

Штаты может демпфировать ее негативное воздействие.

В развивающихся странах экономические тенденции складывались после кризиса иначе. В усилиях по преодолению первоначального шока 2008–2009 годов многие из них стали проводить масштабную антициклическую политику, включавшую меры по увеличению бюджетных расходов и поддержке доходов, которая проводилась достаточно долгое время для того, чтобы способствовать дальнейшему росту расходов домохозяйств и, следовательно, частных инвестиций. Некоторые из этих стран в настоящее время свертывают или даже разворачивают в обратном направлении свою политику стимулирования, столкнувшись с оттоком капитала или снижением экспортных цен. Наоборот, для импортеров нефти недавнее улучшение их «условий торговли» расширяет возможности для маневра.

В числе наиболее пострадавших от снижения сырьевых цен и от оттока капитала оказались страны с переходной экономикой, чей ВВП, как ожидается, в 2015 году уменьшится. В Российской Федерации и на Украине проблемы с платежным балансом усугубляются политическими конфликтами. Резкое падение курса национальной валюты и высокая инфляция сбивают внутренний спрос и углубляют экономический спад. Это в свою очередь сказывается на соседних странах, для которых Российская Федерация служит крупным рынком и источником односторонних переводов.

В Латинской Америке и Карибском бассейне экономическое торможение, начавшееся в 2011 году, согласно прогнозам продолжится, и в 2015 году прирост оценивается менее чем в 1%. В частности, Южная Америка и Мексика продолжают переживать ухудшение своих «условий торговли» и отток портфельных инвестиций, начавшийся во второй половине 2014 года. Снижение экспортных цен сказалось на налоговых поступлениях, а также повлекло за собой остановку нескольких инвестиционных проектов, в частности некоторых проектов, связанных с добычей нефти и минерального сырья, а также с падением валового производственного накопления. Как правило, правительства пытались удержать реальную заработную плату и сдерживать рост безработицы, несмотря на

## Вставка 1.1

## КРИЗИС ЗОНЫ ЕВРО, СЛУЧАЙ «ДЕЖАВЮ»

Кризис еврозоны напоминает прошлые кризисы платежных балансов развивающихся стран как в плане его природы, так и в плане мер по его преодолению. Однако он также обнаруживает некоторые специфические и отчасти не имеющие аналогов проблемы, связанные с конструкцией норм, институтов и корректирующих механизмов еврозоны.

Возникновение кризиса еврозоны связано не с ошибками в бюджетно-финансовой политике, а, скорее, с макроэкономическими диспропорциями, возникшими из-за чрезмерного притока иностранного капитала в так называемые периферийные страны еврозоны, на что обращалось внимание в ДТР за 2011 год. В сущности, за несколько лет до глобального финансового кризиса 2008 года рециклирование через банковскую систему растущих активов центра еврозоны на периферию (что, отчасти, было вызвано ассиметричным воздействием на относительные цены поступающих во внешнеторговый оборот товары в центре и на периферии после введения единой валюты) способствовало финансированию резкого роста потребления частного сектора и вложений в жилую недвижимость на периферии при низких по сравнению с прошлыми периодами процентных ставках, хотя и ценой роста финансовой уязвимости. Однако ни с одной из сторон не последовало серьезных мер, призванных остановить рост этих диспропорций. В условиях продолжающегося торможения в еврозоне после 2010 года утечка капитала вынудила страны с дефицитом сократить внутренние расходы для приведения их в соответствие с внутренними доходами. Это вызвало жесткую рецессионную коррекцию и в конечном счете рост долга государственного сектора.

Традиционный рецепт в случае кризиса платежного баланса – девальвация валюты. Однако в еврозоне вариант номинальной девальвации исключается. Таким образом, в странах с дефицитом в политике ставилась цель внутренней девальвации за счет понижения заработной платы и сокращения государственных расходов, при этом без какой-либо коррекции стран с активом за счет опережающего роста заработной платы и усиления стимулирования экономики методами бюджетной политики. Однако такой способ достижения реального обесценения валюты чаще всего связан с высокими социально-экономическими издержками и даже в случае его результативности потребует значительного времени, в особенности тогда, когда разрыв в производительности труда по отношению к торговым партнерам высок, а инфляция крайне низка. Кроме того, дефляционная политика подавляет внутренние инвестиции и потребление, вызывает потерю рабочих мест и увеличивает долговое бремя. К тому же из-за снижения цен и падения экономической активности внутри страны уменьшаются налоговые поступления, что заставляет государство изыскивать ликвидность из внешних источников для краткосрочного обслуживания своего долга.

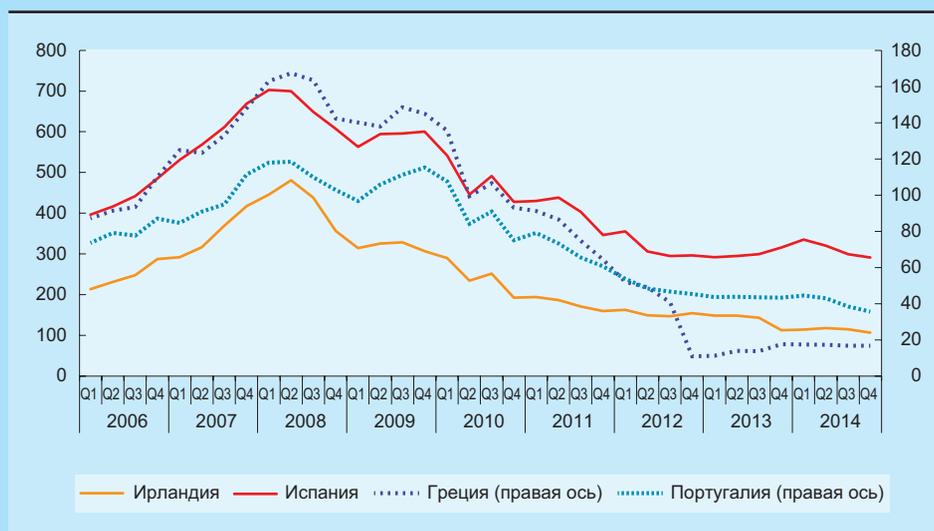
Не имея институциональных механизмов предоставления финансовой помощи, еврозона предоставила в 2010 году Греции ряд двусторонних займов в сочетании с помощью МВФ, чтобы дать этой стране возможность погашать свой долг. Это избавило первоначальных частных кредиторов от крупных потерь, несмотря на их безответственную практику кредитования. До того как крупные кредиторы (или держатели облигаций) не разгрузили значительную часть проблемных активов в своих балансах, вариант реструктуризации долга исключался. Эти активы были выкуплены наднациональными органами (например, в рамках Программы рынков ценных бумаг, созданной ЕЦБ в 2010 году, координированного кредитования Греции странами еврозоны и программы экстренных мер еврозоны для Португалии и Ирландии) или другими финансовыми учреждениями соответствующих стран (такими, как итальянские банки, увеличившие авуары облигаций, выпущенных государством). В Испании и Португалии государство также привлекало европейские заемные средства для рекапитализации некоторых банков своих стран, возмещая потери, вызванные кредитованием в условиях спекулятивного пузыря.

С конца 2009 года кредитование периферийных стран еврозоны (Греции, Ирландии, Испании и Португалии) внезапно развернулось в противоположную сторону, поскольку системообразующие банки еврозоны попытались уменьшить свою позицию, не понеся значительных потерь (см. диаграмму). Первая реструктуризация внешнего долга Греции была проведена лишь в марте 2012 года, в то время как программа добровольного выкупа долга была начата в декабре того же года.

## Вставка 1.1 (продолжение)

РИСК СИСТЕМООБРАЗУЮЩИХ БАНКОВ ЕВРОЗОНЫ ПО КРЕДИТАМ  
НЕКОТОРЫХ ПЕРИФЕРИЙНЫХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ,  
I КВАРТАЛ 2006 ГОДА – IV КВАРТАЛ 2014 ГОДА

(Млрд. долл.)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных BIS, *Consolidated Banking Statistics*

**Примечание:** Данная рискованная позиция системообразующих банков еврозоны отражает совокупные претензии австрийских, бельгийских, голландских, немецких и французских банков по отношению к некоторым странам исходя из итогового риска. Этот показатель исключает «прочие потенциальные рискованные позиции» в деривативах, кредитных обязательствах и предоставленных гарантиях.

В итоге в еврозоне был создан ряд фондов – первым из которых стал Европейский фонд финансовой стабильности, созданный в июне 2010 года и впоследствии вошедший в 2012 году в состав Европейского стабилизационного механизма, – для предоставления финансового содействия не только Греции, но и Ирландии и Португалии. Однако такое содействие часто сопровождалось нереалистичными прогнозами роста и было обставлено чрезмерными условиями, касавшимися политики, в некоторых случаях при участии МВФ, которые не только не позволяли достичь осязаемого подъема, но и не способствовали расчистке балансов частного сектора. Тем временем государственный долг рос во всех периферийных странах, где доходность по суверенному долгу росла вплоть до того, как ЕЦБ объявил о своей Программе прямых денежных операций (ПДО). Непосредственным свидетельством эффекта ПДО стало сокращение процентной маржи по суверенному долгу, показавшее, что обращение к кредитору последней инстанции – гораздо более эффективный способ укрепления доверия на финансовых рынках, чем бюджетный аскетизм.

Подавленный рост в 2010-х годах, тормозившийся рядом ограничительных мер политики, сходных с теми, которые были приняты странами – развивающимися рынками в 1980-х и 1990-х годах, очевидным образом требует изменения подхода к урегулированию финансовых кризисов, вызванных тем, что частный государственный долг деноминирован в валютах, на которые национальные денежные органы не в силах оказывать какого-либо воздействия, – тем более в ситуации риска банкротства иностранных кредиторов. Иное распределение издержек коррекции, которые помимо отечественного сектора понесут и внешние кредиторы, привлекаемые к реструктуризации долга, могло бы создать условия для более быстрого и устойчивого оживления. Предлагаемый здесь альтернативный метод урегулирования кризисов строится не на гипотетических контрдопущениях, а на реальном опыте, например опыте Исландии.

Для преодоления глубокого финансового кризиса в Исландии в 2008 году МВФ предоставил льготный заем в размере 2,1 млрд. долл., в частности в целях стабилизации национальной

**Вставка 1.1 (продолжение)**

валюты, который был также дополнен займами стран Северной Европы. При активной поддержке со стороны МВФ Центральный банк Исландии ввел систему «регулирования движения капитала», чтобы остановить бегство капитала и способствовать репатриации иностранной валюты экспортерами. Кроме того, правительство не стало спасать банки за счет налогоплательщиков, пойдя на их банкротство. В нескольких словах, оно частично национализировало крупные банки и передало их иностранные активы и пассивы неплатежеспособным «старым» банкам, а их внутренние активы и пассивы – платежеспособным «новым» банкам. Оно также предоставило гарантии по вкладам в новых банках. Косвенным образом, оно отказалось защищать вкладчиков зарубежных отделений исландских банков. Новые банки продолжили выполнять основные функции банковского обслуживания населения страны. Одновременно с этим правительством был создан Комитет по социальной политике в составе представителей широкого круга социальных партнеров, независимый от министерства социальных дел. Одновременно им был создан долговой омбудсмен для содействия реструктуризации задолженности домохозяйств, поскольку многие из них столкнулись с проблемами в ситуации, когда их ипотечный долг оказался намного больше резко подешевевшей недвижимости. Наконец, правительство внесло изменения в Налоговый кодекс, чтобы переложить большую часть бремени на группы с более высоким доходом и уменьшить бремя групп с меньшим доходом.

Меры контроля за движением капитала в Исландии – которые после первоначального краха ограничивались операциями по счету капитала – в сочетании со своевременным привлечением к реструктуризации иностранных кредиторов стали одним из ключевых компонентов стратегии выхода из кризиса. Правительство и МВФ посчитали более важным не допустить дальнейшего обесценения валюты и более справедливо распределить издержки между владельцами капитала-нерезидентами и исландскими налогоплательщиками, вместо того чтобы отстаивать либеральные ценности свободы выбора и имущественных прав собственников капитала. Помимо мер контроля за движением капитала и отказа от попыток спасти иностранных инвесторов для создания условий более быстрого, устойчивого и широкого подъема по-прежнему необходим комплекс мер антициклической политики, защищающих самые слабые группы в экономике страны, наряду с мерами, нацеленными на устранение сохраняющихся препятствий, связанных с задолженностью, и оживление производственного кредитования (например, дифференциация между старыми и новыми кредитами, которые будут погашаться в полной сумме).

замедление экономического роста. В результате личное потребление остается главным локомотивом роста в регионе, хотя в 2014 году – начале 2015 года он стал не столь динамичным (ECLAC, 2015). Ухудшившаяся конъюнктура внешнего рынка и неспособность в нескольких случаях продолжить антициклическую политику и кредитную экспансию привели в первые месяцы 2015 года к тому, что экономическая политика стала в меньшей степени поддерживать рост, или даже к принятию мер жесткой экономии в случае Бразилии. Наоборот, большинство центральноамериканских и карибских стран получили выгоду от снижения цен на нефть и стали также менее уязвимы для оттока спекулятивного капитала. Связь их обрабатывающего сектора с рынками Соединенных Штатов вместе с увеличением переводов из-за рубежа должны способствовать значительному росту этих

субрегионов, который, вероятно, будет намного выше среднего по региону.

Столь же разнообразна и картина по региону Африки. В последние десятилетия рост в странах к югу от Сахары был в основном связан с увеличением частного потребления и инфраструктурных расходов – связанных во многих странах с производством сырья, – которое оказало положительное воздействие главным образом на сектора строительства и услуг. Однако в последнее время некоторые крупные нефтеэкспортирующие страны, такие как Ангола и Нигерия, объявили о сокращении государственных расходов, прежде всего капиталовложений и субсидий. Нигерийская найра подверглась спекулятивным атакам, которые привели к ужесточению денежно-кредитной и бюджетно-финансовой политики, что окажет

еще большее отрицательное воздействие на перспективы роста. При этом ожидается, что в большинстве восточноафриканских стран, чьи «условия торговли» улучшились, рост продолжится относительно высокими темпами. Наоборот, западноафриканские страны, вероятно, будут и далее страдать от последствий эпидемии Эболы. Согласно прогнозам, в Южной Африке экономический рост останется низким из-за проблем в сфере производства в энергетике в сочетании с ограничительной бюджетно-финансовой и денежно-кредитной политикой. В дополнение к этому, хотя широкое снижение сырьевых цен в истекшем году окажет неоднозначное воздействие на «условия торговли» нетто-импортеров нефти, оно может также затормозить инвестиционные расходы и проекты, в частности связанные с добывающими производствами и строительством. Наконец, на национальном доходе в ряде стран всего континента будут сказываться конфликты и угрозы безопасности.

Как и в предыдущие годы, Азия является самым динамичным регионом, и в 2015 году на нее, по оценкам, будет приходиться свыше половины совокупного глобального роста. В 2015 году темпы прироста в Восточной, Южной и Юго-Восточной Азии вместе взятых прогнозируются на уровне 5,5–6%. Рост поддерживается главным образом внутренним спросом при растущем вкладе потребления как государственного, так и частного. Таким образом, несмотря на относительно высокий уровень инвестиций по сравнению с другими регионами (который должен оставаться таким с учетом инфраструктурных потребностей региона), большинство азиатских стран (в частности, Китай), по-видимому, изменяют структуру своего спроса. В последние несколько лет вклад внутреннего спроса в рост превышал вклад чистого экспорта, а доля потребления (частного и государственного) в ВВП демонстрировала тенденцию роста. Однако лопнувший пузырь фондового рынка в Китае создал экономическую неопределенность, чреватую последствиями для внутреннего спроса. Тем не менее рост частного потребления в сущности основывается на росте доходов, а не на кредите или росте стоимости активов, что должно обеспечить устойчивость. Кроме того, политика бюджетно-финансовой и

денежно-кредитной экспансии, по-видимому, призвана преодолеть эти негативные шоки. Тем временем снижение цен на нефть привело к уменьшению в нескольких странах, например в Индии и Пакистане, дефицитов по текущим операциям, и в Индии прогнозируется экономический рост свыше 7%. В Западной Азии Турция также получила выгоды от снижения нефтяных цен, однако большинство стран – экспортеров нефти субрегиона сталкиваются с ухудшением «условий торговли». Кроме того, свою роль в ухудшении перспектив роста в некоторых районах субрегиона также сыграли военные конфликты.

## 2. Международная торговля

### а) Товары

Как и глобальная экономическая активность, международная торговля остается на пониженном уровне. В период 2012–2014 годов темпы прироста торговли товарами (по физическому объему) колебались между 2% и 2,6% (таблица 1.2). Эти цифры значительно ниже среднегодового прироста на 7,2% в докризисный период 2003–2007 годов. В 2014 году мировая товарная торговля в текущих ценах росла еще медленнее (всего лишь на 0,3%, достигнув 19 трлн. долл.)<sup>1</sup> из-за значительного падения цен на основные виды сырья. Предварительные оценки на 2015 год показывают, что физический объем торговли товарами может расти темпами, близкими к динамике роста мирового производства. Этого по-прежнему во многом недостаточно для того, чтобы одна такая динамика создавала значительный стимул для экономического роста.

Суммарные данные не дают представления об определенных различиях между странами и товарами. В развитых странах в 2014 году отмечался рост торговли – в особенности импорта, – хотя и с низкой базы. Позитивный, хотя и медленный, рост ВВП в Европейском союзе (ЕС) и Японии способствовал наращиванию объема их импорта в 2014 году примерно на 2,8%. Однако из-за того, что импорт ЕС-28 снижался в предыдущие два года, реальный импорт в конце 2014 года остался ниже уровня 2011 года. В Соединенных Штатах импорт рос быстрее, на 4,7%, отчасти благодаря удорожанию доллара.

Таблица 1.2

**ФИЗИЧЕСКИЙ ОБЪЕМ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА ТОВАРОВ  
ОТДЕЛЬНЫХ РЕГИОНОВ И СТРАН В 2011–2014 ГОДАХ**

*(Изменение в процентах к предыдущему году)*

Регион/страна	Объем экспорта				Объем импорта			
	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
<b>Весь мир</b>	<b>5,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Развитые страны</b>	<b>4,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,2</b>
<i>в том числе:</i>								
Япония	-0,6	-1,0	-1,9	0,6	4,2	3,8	0,5	2,8
Соединенные Штаты	7,3	3,9	2,6	3,1	3,8	2,8	0,8	4,7
Европейский союз	5,4	-0,1	1,7	1,5	2,6	-2,5	-0,9	2,8
<b>Страны с переходной экономикой</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>15,9</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-8,5</b>
<i>в том числе:</i>								
СНГ	1,6	0,8	1,1	0,1	16,8	6,4	-1,4	-9,8
<b>Развивающиеся страны</b>	<b>6,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>7,9</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>2,0</b>
<i>в том числе:</i>								
Африка	-7,2	5,5	-2,0	-3,6	4,2	13,2	5,2	3,3
Африка к югу от Сахары	0,1	0,2	2,0	-0,9	9,9	8,2	7,5	2,8
Латинская Америка и Карибский бассейн	4,6	3,2	2,1	2,4	9,7	3,3	4,0	0,6
Восточная Азия	8,7	4,7	6,6	4,7	7,8	3,5	8,3	2,7
<i>в том числе:</i>								
Китай	8,8	6,2	7,7	6,8	8,8	3,6	9,9	3,9
Южная Азия	9,4	-7,0	2,7	4,8	5,4	3,8	-0,6	4,4
<i>в том числе:</i>								
Индия	14,9	-1,8	8,5	3,2	9,6	5,9	-0,2	3,2
Юго-Восточная Азия	7,8	1,4	4,3	3,4	9,5	5,2	3,8	1,0
Западная Азия	8,3	9,6	3,1	0,3	8,4	9,2	9,6	0,2

*Источник:* Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе ЮНКТАДстат.

Все эти факторы вместе с тем обстоятельством, что рост физического объема импорта в развивающихся странах и странах с переходной экономикой по-прежнему отставал от достигнутого в предыдущие годы, привели к тому, что группа развитых стран впервые с конца 1990-х годов показала самый высокий годовой рост импорта.

Данные за первые пять месяцев 2015 года указывают на то, что в 2015 году рост мировой торговли товарами, возможно, несколько замедлился по сравнению с 2014 годом. В эти пять месяцев физический объем международной торговли вырос по сравнению с тем же периодом предыдущего года в среднем менее чем на 2% (диаграмма 1.1). Среди развитых стран в ЕС рост импорта показал признаки замедления, в то время как его экспорт по-прежнему демонстрировал оживление. Кроме того, ежемесячная статистика расчетов показывает, что экспорт ЕС в Соединенные Штаты продолжал расти благодаря опережающему росту производства в последних и удорожанию доллара. При этом экспорт Европы в Китай показал определенную

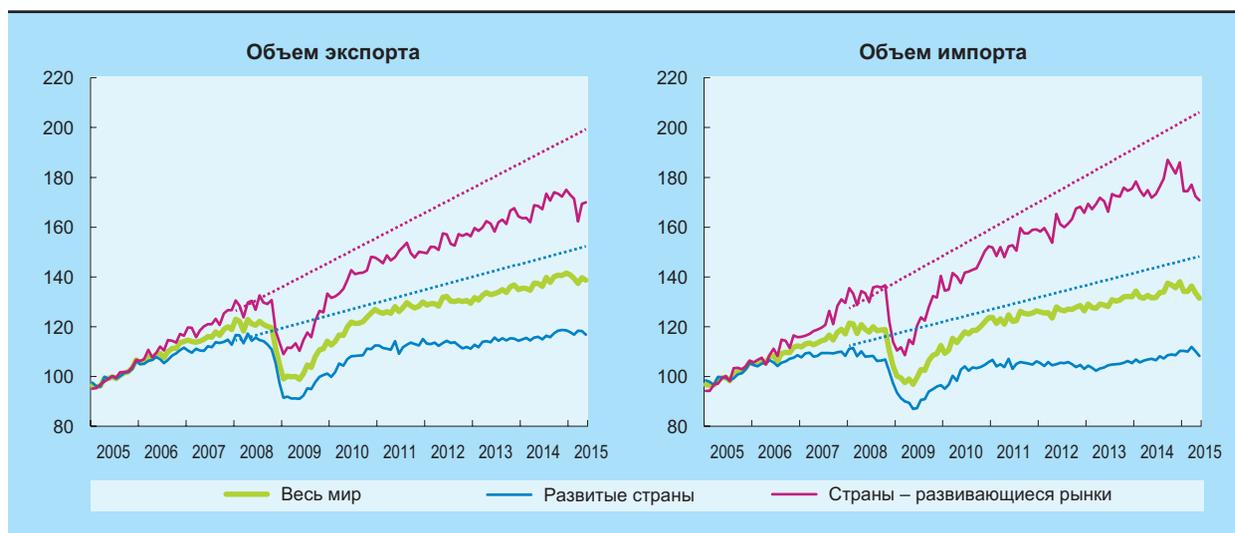
устойчивость. В Соединенных Штатах импорт продолжал расти быстрее экспорта, который показывает определенные признаки некоторого замедления, в то время как в Японии также происходит оживление экспорта. Экспорт стран – развивающихся рынков, резко снизившийся в начале 2015 года, затем стал расти, отчасти благодаря постепенному оживлению производства в развивающейся Азии.

В более общем плане рост экспорта стран – развивающихся рынков по физическому объему по-прежнему был ниже его докризисной тенденции на значительную величину, которая даже продолжала расти в первой половине 2015 года (диаграмма 1.1). Это отчасти обусловлено вялым ростом импортного спроса на их товары в развитых странах, несмотря на некоторое ускорение роста импорта в последних в 2014 году. Как об этом говорилось подробнее в *ДТР за 2013 год*, это создает проблему для стран – развивающихся рынков, ставящих цель возвращения к экспортноориентированной политике роста, проводившейся до кризиса.

Диаграмма 1.1

## ФИЗИЧЕСКИЙ ОБЪЕМ МИРОВОЙ ТОРГОВЛИ, ЯНВАРЬ 2005 ГОДА – МАЙ 2015 ГОДА

(Индекс, 2005 = 100)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis, база данных *World Trade*.  
**Примечание:** Страны – развивающиеся рынки – это страны, относимые к этой категории источником, за исключением Центральной и Восточной Европы. Пунктирная линия соответствует тренду января 2002 года – декабря 2007 года.

Что касается стран с переходной экономикой, то в 2014 году их экспорт практически переживал застой, а импорт по физическому объему упал на 8,5% и продолжил снижение в начале 2015 года, главным образом из-за финансово-экономических трудностей в Российской Федерации и на Украине. В развивающихся странах большинство цифр по торговле рисуют более пессимистическую картину, чем в предыдущие годы. В частности, реальный экспорт Африки продемонстрировал сжатие в результате уменьшившегося нефтяного экспорта Ливии и в меньшей степени некоторых других крупных стран – экспортеров нефти к югу от Сахары. Следует отметить, что нефтяной экспорт Нигерии в Соединенные Штаты в 2014 году полностью прекратился, поскольку сланцевая революция в последних сократила спрос на импортную нефть. Поэтому Нигерии пришлось переориентировать свой экспорт на Индию, Китай, Республику Корея и Японию. Другие африканские экспортеры нефти могут последовать примеру Нигерии<sup>2</sup>. Одновременно экспорт Южной Африки в Восточную, Южную и Юго-Восточную Азию, а это в основном сырье, в 2014 году упал на 13,4%. Наоборот, поступления от экспорта продукции обрабатывающей промышленности нескольких африканских

стран показали высокий рост, в частности в таких странах, поддерживающих тесные торговые связи с Европой, как некоторые страны Северной Африки, например Марокко и Тунис.

В Латинской Америке и Карибском бассейне по показателю текущего стоимостного объема международная торговля практически перестала расти, главным образом из-за падения удельной стоимости экспорта. Ослабление спроса в Китае и замедление внутрирегиональной торговли сказались на большинстве южноамериканских стран. В частности, их экспорт, в особенности экспорт машин и транспортного оборудования, испытал большое отрицательное воздействие снижения импорта в Бразилии, крупнейшей экономики региона. В общей сложности южноамериканский экспорт в Бразилию сократился в 2014 году на 7,9%. Из-за обрушившихся цен на железную руду и сою, два ключевых экспортных товара Бразилии, ее сальдо торгового баланса перешло в отрицательную зону, несмотря на значительное снижение ее импорта. С этим контрастирует ситуация в Мексике, где значительно вырос экспорт в Соединенные Штаты. Кроме того, существенно увеличился мексиканский экспорт автомобилей в большинство

регионов мира, в частности Азию, за исключением экспорта в Европу, который сократился.

В Западной Азии нефтеэкспортирующие страны столкнулись с неблагоприятным изменением «условий торговли», вызвавшим резкое снижение их экспортных поступлений, как и их импортного спроса, несмотря на то, что некоторые из них обладают крупными международными резервами. Вооруженные конфликты в нескольких странах субрегиона также сказались на внутрирегиональной торговле, а также косвенным образом затронули экспорт некоторых стран Северной Африки, в том числе Египта. При этом экспортные поступления Турции выросли в 2014 году меньше чем на 4%, что оказалось ниже цели, поставленной правительством. Такой разочаровывающий результат был вызван сумятицей в политической и экономической сферах, больно ударившей по турецкому экспорту в Ирак и Российскую Федерацию. Тем не менее снижение нефтяных цен уменьшило дефициты по текущим операциям Турции и других нефтеимпортирующих стран субрегиона.

В Восточной Азии темпы роста торговли по физическому объему были необычно низкими для региона, составив в 2014 году менее 4%. В большой мере это отражает замедление международной торговли Китая. Его экспорт вырос по физическому объему в 2014 году на 6,8%, меньше, чем его ВВП. При этом рост физического объема китайского импорта замедлился еще больше, до 3,9%. В результате развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, экспортирующие сырье, столкнулись со значительным замедлением в 2014 году спроса в Китае. Наоборот, экспорт из развивающихся стран в Китай, связанный с деятельностью международных производственных систем, чья готовая продукция в конечном счете оказывается в развитых странах, показал более высокие результаты. В 2014 году экспорт Китая в еврозону и США вырос после снижения – и временами перехода в отрицательную зону – темпов роста в период 2010–2013 годов, однако он не восстановил своего докризисного динамизма.

В Юго-Восточной Азии рост экспорта по физическому объему также затормозился до 3,4% в 2014 году, в то время как рост импорта

замедлился еще больше – до 1%; оба этих показателя были ниже темпов экономического роста в субрегионе. Индонезия имела актив торговли в каждый месяц с конца 2014 года до середины 2015 года благодаря тому, что ее расходы на импорт снижались больше ее экспортных поступлений в условиях значительного обесценения национальной валюты. В Южной Азии динамика торговли отходит от понижательных тенденций, зафиксированных во всех других группах развивающихся стран. В рамках этой группы Исламская Республика Иран показала в 2014 году высокий рост физического объема своего нефтяного экспорта, хотя он и остается примерно наполовину меньше уровня, зафиксированного до ужесточения экономических санкций в 2011 году. При этом активное развитие швейной промышленности поддерживало экспорт (главным образом в развитые страны) Бангладеш, наиболее населенной из наименее развитых стран (НРС), и постконфликтной Шри-Ланки. Напротив, рост экспорта Индии (по физическому объему) замедлился с 8,5% в 2013 году до 3,2% в 2014 году.

В общем плане глобальная торговля показала мало динамизма. Умеренный рост торговли отражает в основном увеличение торговли Север–Север, что оказывает лишь ограниченное положительное воздействие на экспорт развивающихся стран в развитые страны.

## *b) Услуги*

Торговля услугами продолжила рост, достигнув в 2014 году 4,9 трлн. долл., что на 5,1% больше (в текущих ценах), чем в тот же период предыдущего года, и выше прироста торговли товарами. Транспортные услуги выросли на 2,7%, в то время как услуги, связанные с туризмом и товарами, увеличились соответственно на 6% и 2,8%. На транспорт и туризм приходится 55% экспорта услуг развивающихся стран и 62% экспорта услуг НРС по сравнению с 39% по развитым странам<sup>3</sup>.

*Международный туризм* остается крупнейшей составляющей торговли услугами: его вклад в экспортные доходы составил в 2014 году в общей сложности 1,4 трлн. долларов. Динамика

туризма остается высокой: в 2014 году число туристических поездок выросло на 4,3% (примерно как и в 2012–2013 годах), достигнув 1,1 миллиарда. Доходы от международного туризма выросли в реальном выражении на 3,7% (с учетом инфляции и колебаний валютных курсов). Предварительные данные подтверждают эту тенденцию и в 2015 году: в ходе первых четырех месяцев 2015 года число туристических поездок выросло на 4% по сравнению с тем же периодом предыдущего года, в то время как прогнозируемый рост забронированных билетов в международном авиасообщении составит около 5% в мае–августе 2015 года (World Tourism Organization (UNWTO), 2015a, 2015b).

На региональном уровне Европейский союз остается регионом мира, принимающим наибольшее число туристов, и сохраняет высокий динамизм в этом качестве: здесь рост числа туристов составил 4,9% по сравнению с 3% и 4% соответственно в 2012 и 2013 годах. Рост числа туристов более чем удвоился в Северной Америке, достигнув в 2014 году 9,2%. Наоборот, в странах с переходной экономикой число туристов сократилось из-за конфликта на Украине и замедления в экономике России. Все другие регионы и субрегионы показали в 2014 году позитивные темпы роста, хотя в Африке после нескольких лет высокого роста спрос ослаб, главным образом в результате эпидемии Эболы.

В 2015 году предварительные данные по регионам показывали позитивные цифры по каждому из них, за исключением Африки. В частности, в ходе первых четырех месяцев 2015 года быстро развивался туризм в Северной и Южной Америке, Карибском бассейне и Океании. Он также показал возобновление роста, достигшего 7%, в странах с переходной экономикой после сокращения в прошлом году. Наоборот, в Африке в соответствии с неполными данными за период январь–апрель 2015 года, имеющимися в настоящее время, произошло сокращение на 6% из-за недавних проблем, связанных с санитарной обстановкой или угрозами безопасности в ряде стран (UNWTO, 2015a).

Что касается *международных транспортных услуг* – второй по величине категории коммерческих услуг, – то предварительные оценки указывают, что физический объем мировых морских перевозок вырос в 2014 году на 3,4% – как и в 2013 году<sup>4</sup>. Перевозки сухих грузов, на которые приходится свыше двух третей всех грузоперевозок, выросли на 5%, главным образом в результате продолжающегося быстрого роста физического объема международных перевозок железной руды. Отчасти это стало результатом по-прежнему высокого импортного спроса со стороны Китая. Перевозки контейнерных грузов выросли на 5,6%, в то время как танкерные перевозки снизились на 1,6%.

Развивающиеся страны остаются главным источником и местом назначения в международной морской торговле: по показателю загрузки на них приходилось в 2014 году 60% мирового тоннажа – цифра, которая оставалась относительно неизменной на протяжении истекшего десятилетия. По показателю разгрузки их вклад продолжал расти, достигнув в 2014 году, по оценкам, 61% показателя по всему миру.

Рост производства сланцевой нефти в Соединенных Штатах и снижение нефтяных цен с июня 2014 года сказались на перевозках и морской торговле, главным образом танкерной торговле. Как отмечалось выше, первый из указанных фактор привел к изменению географии поставок африканской нефти, растущая доля которых переориентировалась с Соединенных Штатов на Азию. Кроме того, снижение нефтяных цен способствовало сокращению расходов на топливо и транспортных расходов: например, в Роттердаме цены на бункерную топливную нефть вязкостью 380 сантистокс упали на 46% (Clarkson Research Services, 2015). Снижение стоимости топлива уменьшило расходы судовых операторов и тарифы для грузоотправителей, что в свою очередь, как ожидается, будет стимулировать рост на услуги морского транспорта и приведет к росту морских перевозок.

---

## В. Последние изменения на сырьевых рынках

---

В 2014 году – в первой половине 2015 года сырьевые рынки пережили бурные времена. В ходе 2014 года цены на большинство видов сырья значительно сократились, продолжив тенденцию снижения с максимальных отметок 2011–2012 годов. Наиболее резким было падение цен на сырую нефть с середины 2014 года (диаграмма 1.2), что имело самые широкие последствия. Все группы сырья, за исключением тропических напитков<sup>5</sup>, продемонстрировали в 2014 году снижение средних цен (таблица 1.3), при этом темпы снижения ускорились по сравнению с 2013 годом по группам товаров, спрос на которые был теснее связан с глобальной экономической активностью, таким как минералы, руды и металлы, сельскохозяйственное сырье и нефть. Тем не менее в среднем в 2014 году и до июня 2015 года сырьевые цены были выше, чем в период бума цен 2003–2008 годов.

Главная причина недавнего падения цен на большинство видов сырья заключалась в избытке предложения, поскольку реакция инвестиций на ценовой бум 2000-х годов привела к значительному росту производства за период нескольких лет. Вызванная этим тенденция роста производства была усилена ослаблением спроса из-за вялого роста мировой экономики в целом и недавнего замедления в ряде крупных развивающихся стран в частности. Помимо фундаментальных факторов спроса и предложения, на динамику цен продолжает влиять финансовая сырьевых рынков, поскольку финансовые инвесторы сокращают свои сырьевые позиции в условиях снижения цен и доходности сырьевых деривативов. Другой важный фактор снижения сырьевых цен – существенное удорожание доллара за последние несколько лет.

### 1. Динамика цен на основные виды сырья

---

В 2014 году определяющее влияние на формирование сырьевых цен оказал рынок нефти. После того как с апреля 2011 года они закрепились на относительно стабильном уровне при колебаниях в пределах диапазона в 100–120 долл., во второй половине 2014 года цены на нефть обрушились. Например, цены на нефть марки Brent упали со среднемесячного уровня 112 долл. в июне 2014 года до всего лишь 48 долл. в январе 2015 года. Из-за такого падения на 56,7% цена на нефть оказалась на самом низком уровне с 2009 года (*ЮНКТАДстат*).

Обвал цен на нефть был вызван главным образом ростом мирового производства, в частности сланцевой нефти в Соединенных Штатах. В 2014 году добыча нефти во всем мире выросла на 2,3%, в то время как в Соединенных Штатах она увеличилась на 15,9%. Более того, за короткий период 2011–2014 годов производство нефти в Соединенных Штатах подскочило на 50,6%, достигнув рекордного с начала 1970-х годов уровня (BP, 2015). Это привело к значительному росту запасов. Существенное увеличение добычи нефти в Соединенных Штатах способствовало относительной стабильности цен на нефть в период с 2011 года по середину 2014 года, компенсируя сбои производства в других нефтедобывающих странах (*ДТР за 2014 год*). Когда эти сбои производства были в определенной степени преодолены, а перепроизводство стало более очевидным, в середине 2014 года цены начали свое падение. При этом снижение цен ускорилось после ноябрьского совещания Организации стран – экспортеров нефти (ОПЕК), на котором было

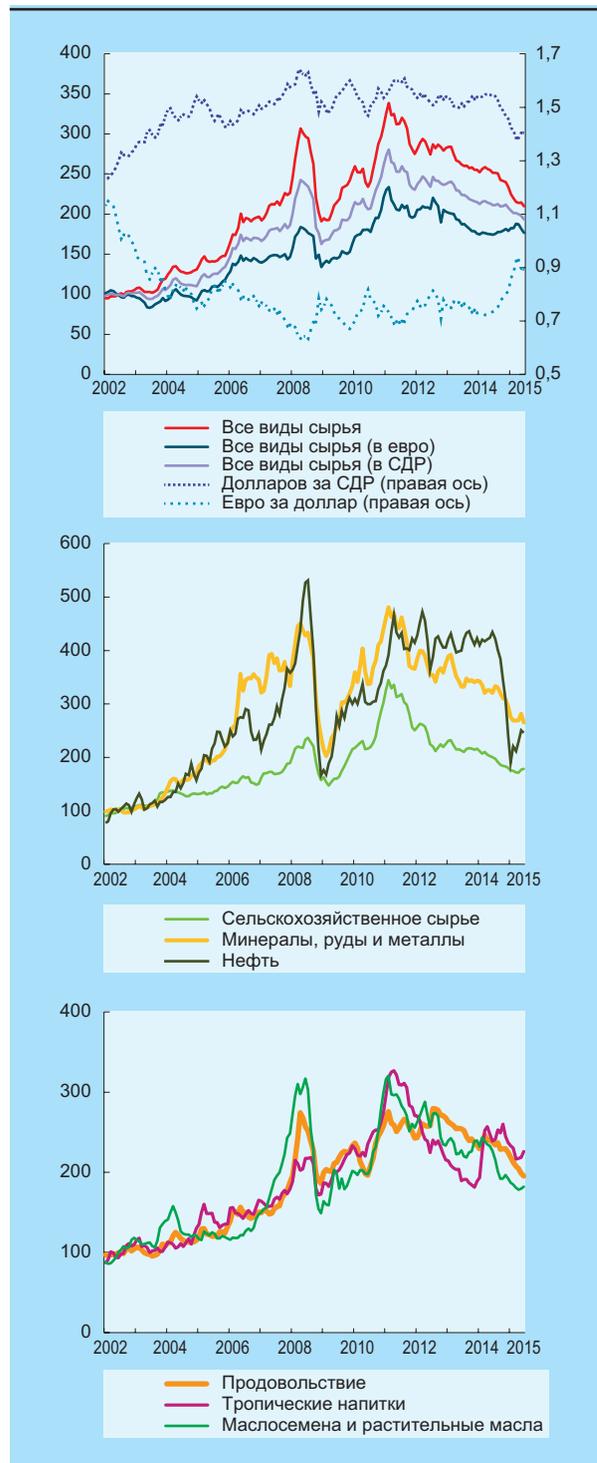
Диаграмма 1.2

решено не менять квоты на добычу, и следующее совещание ОПЕК в июне 2015 года оставило это решение в силе. Это было повсеместно истолковано как попытка ОПЕК защитить свою долю рынка и вытеснить с него производителей с более высокими издержками, например добывающих нефть из сланцевых месторождений и нефтяных песков и на глубоководных промыслах.

В результате этого снижения цен ряд нефтедобывающих компаний объявили о снижении инвестиций, что должно привести к понижающей коррекции предложения (IMF, 2015). В июле 2015 года число буровых установок в Соединенных Штатах упало на 60% по сравнению с октябрём 2014 года, достигнув самого низкого за последние примерно пять лет уровня (EIA, 2015). В свете ожиданий того, что снижение инвестиций будет быстро иметь своим результатом снижение предложения (см. ниже), цена нефти Brent выросла с 50 долл. в январе 2015 года и стабилизировалась в период с конца апреля по конец июня на уровне около 65 долларов<sup>6</sup>. Однако в конце июня и июле они вновь упали. Отчасти это объясняется способностью к адаптации, продемонстрированной производителями сланцевой нефти, сумевшими повысить эффективность производства и уменьшить издержки<sup>7</sup>. Управление энергетической информации Соединенных Штатов (УЭИ) дает оценку (EIA 2015), согласно которой за первое полугодие добыча нефти в Соединенных Штатах выросла по сравнению со среднемесячным уровнем четвертого квартала 2014 года на 0,3 млн. баррелей в сутки. Тем не менее УЭИ отмечает снижение добычи нефти на месторождениях, помимо морских, с апреля 2015 года. Июльское падение цен было также связано с ожиданиями соглашения с Исламской Республикой Иран по поводу ее ядерной программы, которое было достигнуто 14 июля. После этого соответствующая отмена санкций будет означать появление на мировых рынках нефти еще одного источника поставок, что будет оказывать понижающее давление на уже затоваренный рынок. Однако конкретный момент такого возвращения иранской нефти будет зависеть от того, какое время потребуется для подготовки нефтедобывающих предприятий и транспортных систем страны. При этом к июню 2015 года Саудовская Аравия нарастила добычу нефти до рекордного уровня<sup>8</sup>.

### ПОМЕСЯЧНЫЕ ИНДЕКСЫ СЫРЬЕВЫХ ЦЕН ПО СЫРЬЕВЫМ ГРУППАМ, ЯНВАРЬ 2002 ГОДА – ИЮНЬ 2015 ГОДА

(Индекс, 2002 = 100)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных ЮНКТАДстат.

**Примечание:** Все группы сырья, не включая нефть. Цены на нефть рассчитаны как средняя нефтей Brent, Дубай и Западнотехасская средняя с равными весами. Индексы рассчитаны по ценам в текущих долларах, если не указано иное.

Таблица 1.3

**МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА СЫРЬЕ В 2009–2015 ГОДАХ**  
(Изменение в процентах к предыдущему году, если не указано иное)

Сырьевые группы	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 <sup>a</sup>	2014–2015 против 2003–2008 <sup>b</sup>
<b>Все сырьевые товары<sup>c</sup></b>	<b>-16,9</b>	<b>20,4</b>	<b>17,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,1</b>	<b>-13,1</b>	<b>36,9</b>
<b>Все сырьевые товары (в СДР)<sup>c</sup></b>	<b>-14,5</b>	<b>21,7</b>	<b>14,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>39,1</b>
<b>Все продовольствие</b>	<b>-8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>17,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-12,2</b>	<b>51,1</b>
<b>Продовольствие и тропические напитки</b>	<b>-5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>16,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-11,7</b>	<b>54,2</b>
Тропические напитки	1,9	17,5	26,8	-21,5	-18,3	23,5	-7,5	60,7
Кофе	-6,9	27,3	42,9	-25,7	-23,6	29,9	-14,8	66,7
Какао	11,9	8,5	-4,9	-19,7	2,0	25,6	-2,3	66,3
Чай	16,5	-1,0	11,4	0,8	-23,9	-10,4	28,5	17,3
Продовольствие	-6,0	4,4	15,4	2,0	-5,7	-5,9	-12,1	53,6
Сахар	41,8	17,3	22,2	-17,1	-17,9	-3,9	-19,6	54,3
Говядина	-1,2	27,5	20,0	2,6	-2,3	22,1	-6,4	92,2
Кукуруза	-24,4	13,2	50,1	2,6	-12,1	-22,2	-14,2	40,1
Пшеница	-31,4	3,3	35,1	-0,1	-1,9	-6,1	-18,7	32,6
Рис	-15,8	-11,5	5,9	5,1	-10,6	-17,8	-7,6	20,6
Бананы	0,7	3,7	10,8	0,9	-5,9	0,6	4,8	54,4
<b>Маслосемена и растительные масла</b>	<b>-28,4</b>	<b>22,7</b>	<b>27,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-12,6</b>	<b>-5,8</b>	<b>-16,0</b>	<b>30,2</b>
Соя	-16,6	3,1	20,2	9,4	-7,9	-9,7	-18,2	37,2
<b>Сельскохозяйственное сырье</b>	<b>-17,5</b>	<b>38,3</b>	<b>28,1</b>	<b>-23,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>-11,2</b>	<b>22,8</b>
Шкуры и кожи	-30,0	60,5	14,0	1,4	13,9	16,5	-8,2	58,4
Хлопок	-12,2	65,3	47,5	-41,8	1,5	-8,8	-14,5	26,9
Табак	18,0	1,8	3,8	-3,9	6,3	9,1	-0,4	65,7
Каучук	-27,0	90,3	32,0	-30,5	-16,7	-30,0	-10,0	6,1
Тропическая древесина	-20,6	1,8	13,4	-7,1	2,6	0,4	-16,0	21,4
<b>Минералы, руды и металлы</b>	<b>-30,3</b>	<b>41,3</b>	<b>14,7</b>	<b>-14,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,5</b>	<b>-15,8</b>	<b>19,5</b>
Алюминий	-35,3	30,5	10,4	-15,8	-8,6	1,1	-4,3	-14,0
Фосфориты	-64,8	1,1	50,3	0,5	-20,3	-25,6	4,3	15,4
Железная руда	-48,7	82,4	15,0	-23,4	5,3	-28,4	-37,4	5,4
Олово	-26,7	50,4	28,0	-19,2	5,7	-1,8	-22,4	94,4
Медь	-26,3	47,0	17,1	-9,9	-7,8	-6,4	-13,5	35,0
Никель	-30,6	48,9	5,0	-23,4	-14,3	12,3	-18,9	-21,5
Свинец	-17,7	25,0	11,8	-14,2	3,9	-2,2	-10,4	45,6
Цинк	-11,7	30,5	1,5	-11,2	-1,9	13,2	-1,1	10,9
Золото	11,6	26,1	27,8	6,4	-15,4	-10,3	-4,8	120,5
<b>Нефть<sup>d</sup></b>	<b>-36,3</b>	<b>28,0</b>	<b>31,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-41,7</b>	<b>41,1</b>
<b>Справочно:</b>								
<b>Готовые изделия<sup>e</sup></b>	<b>-5,6</b>	<b>1,9</b>	<b>10,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>..</b>	<b>..</b>

**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе ЮНКТАДемат, а также *Monthly Bulletin of Statistics* Отдела статистики Организации Объединенных Наций (ОСООН), различные выпуски.

**Примечание:** В текущих долларах, если не указано иное.

**a** Изменение в процентах между средней за период с января по июнь 2015 года и средней за 2014 год.

**b** Изменение в процентах между средней за период 2003–2008 годов и средней за 2014–2015 годы.

**c** Исключая нефть. СДР = специальные права заимствования.

**d** Средняя нефтей Брент, Дубай и Западнотехасская средняя, с равными весами.

**e** Удельная стоимость экспорта продукции обрабатывающей промышленности развитых стран.

В общем плане, на мировых рынках нефти рисуется новая картина возрастающей важности добычи в Соединенных Штатах и отказа ОПЕК от политики установления целевых цен. Пока такая ситуация будет сохраняться, Соединенные Штаты смогут заменить Саудовскую Аравию в качестве крупнейшего компенсирующего производителя: при падении цен до минимального уровня инвестиции и производство в Соединенных Штатах могут быть сокращены, после чего цены пойдут вверх, а после того как они достигнут определенного уровня, добыча нефти в Соединенных Штатах сможет расти, тем самым оказывая понижательное давление на цены. В этой связи одна из важных особенностей добычи сланцевой нефти – ее гибкость. В результате верхняя граница нефтяных цен установится на уровне, зависящем от цены самоокупаемости производителей сланцевой нефти. При этом высказываются самые разные точки зрения о том, какова эта цена<sup>9</sup>. В итоге маловероятно, чтобы в какой-либо ближайшей перспективе цены приблизились к 100 долл. за баррель. Поскольку на сланцевых месторождениях скважины имеют короткий срок эксплуатации, все будет зависеть от того, сколько продлится сланцевый бум. При этом имеется существенная неопределенность в отношении того, когда добыча сланцевой нефти достигнет своего пика.

Что касается спроса, то свою роль в обвале цен на нефть сыграли ожидания замедления экономического роста. Так, отраслевые прогнозы роста спроса постоянно корректировались в сторону понижения. В 2014 году глобальный спрос на нефть вырос всего лишь на 0,8% против 1,1% в среднем за три предыдущих года. Весь рост спроса приходился на страны – нечлены ОЭСР, для них он составил 2,7%, при этом рост спроса на нефть в Китае вырос на 3,3%, хотя эти показатели были ниже, чем в среднем за предыдущий трехлетний период, соответственно 3,3% и 4,8%. При этом спрос на нефть в странах ОЭСР снизился на 1,2% (ВР, 2015).

Снижение цен на сырую нефть сказалось на динамике цен на другие товары. Оно привело к уменьшению производственных издержек, например в результате уменьшения транспортных расходов, или к сокращению цен на удобрения в случае сельскохозяйственного производства. Имеется также связь по

каналу биотоплива, поскольку низкие цены на нефть уменьшают конкурентоспособность биотоплива в качестве источника энергии и могут снизить спрос на продовольственные культуры. Однако некоторые другие факторы также способны оказать влияние на производство биотоплива, в частности государственные целевые программы. Другой канал, по которому нефтяные цены влияют на цены на другие виды сырья, – финансиализация, поскольку нефтяные цены составляют большой компонент индексов сырьевых цен (см. ниже). Тем не менее цены на сельскохозяйственных рынках определяются главным образом конъюнктурой спроса и предложения на них самих, а та в первую очередь зависит от погодных условий. В случае *продовольственного сырья* рекордные урожаи, полученные благодаря благоприятным погодным условиям, а также большие запасы стали ключевыми факторами, способствовавшими продолжившемуся снижению цен на зерно и сою в 2014 году – начале 2015 года. Однако эти цены вновь стали расти в июне–июле 2015 года из-за неблагоприятных погодных условий в Соединенных Штатах, затруднивших проведение посевной. В июне выросли и цены на пшеницу, что объяснялось неблагоприятным воздействием дождей на уборочные работы в Соединенных Штатах и сухой погодой в других непродводящих районах мира. Неопределенность возникала и в отношении возможных последствий явления Эль-Ниньо<sup>10</sup>. Рынок сахара также характеризовался перепроизводством и снижением цен, когда в 2014 году производство превысило потребление пятый сельскохозяйственный год подряд (ОЕСД-ФАО, 2015).

Динамика цен на рынках *тропических напитков* в 2014 году – начале 2015 года была более хаотичной. Цены на кофе и какао выросли в первой половине 2014 года в результате условий, неблагоприятных для получения урожая кофе в Бразилии и какао в западноафриканских странах. Они сократились позднее в том же году после улучшения погодных условий. Цены на какао выросли во втором квартале 2015 года из-за низкого урожая в Гане.

На рынках *сельскохозяйственного сырья* серьезная проблема была связана с перепроизводством. Превысило потребление глобальное производство хлопка, избыточные

запасы которого сбивали цены. Решение Китая о снижении импортных квот и прекращении создания резервов этого сырья также сказалось на ценах. В 2014 году произошло чувствительное снижение, на 30%, цен на натуральный каучук, вызванное перепроизводством и большими запасами. Вялый спрос на хлопок и природный каучук также были связаны со спадом нефтяных цен. Из-за него произошло уменьшение цен на синтетический каучук и синтетические волокна, что оказывало понижающий нажим на цены на натуральный каучук и хлопок.

Рынки *минералов, руд и металлов* также испытали избыток предложения. Главный пример – железная руда, перепроизводство которой привело к снижению цен в 2014 году на 28,4% (таблица 1.3). Алюминий, никель и цинк показали в 2014 году относительно более высокую динамику роста цен. В случае никеля это было связано с запретом на экспорт непереработанной руды в Индонезии, а в случае алюминия и цинка рост цен стал результатом сокращения производства. Однако после середины 2014 года такой рост цен сменился их снижением<sup>11</sup>. Свою роль сыграл и вялый спрос в условиях подавленного роста мировой экономики, поскольку цены на металлы обычно тесно связаны с динамикой мирового промышленного производства. В частности, перспективы роста спроса на металлы в Китае будут зависеть от баланса между высокими вложениями в инфраструктуру и развитие городов, которые по-прежнему будут необходимы в предстоящие годы, с одной стороны, и его переходом к экономике с растущей долей спроса на услуги – с другой<sup>12</sup>. Однако в целом это привело к снижению темпов роста потребления, а не к снижению спроса. Кроме того, поскольку нынешний уровень потребления выше, чем в прошлом, даже при более низких темпах роста может возникнуть дополнительный спрос значительных объемов на металлы. Есть и некоторые исключения: например, потребление меди выросло в 2014 году примерно на 15%. Поскольку на рынке этого металла, по-видимому, имелось равновесие спроса и предложения или даже образовался дефицит, резкое снижение цен в 2014 году «представляется немотивированным с точки зрения фундаментальных факторов» (AIESE, 2015). Вероятнее всего, это может быть отнесено на счет финансовых факторов (см. ниже). Снижение цен на золото также во многом связано с финансовыми факторами и денежно-кредитной

политикой: ожидание роста процентных ставок в Соединенных Штатах, а также подорожание доллара в целом вызывают снижение спроса на золото как средство безопасного вложения денег.

## 2. Сохраняющееся влияние финансовых факторов

На сырьевые цены продолжают оказывать влияние тесные связи между сырьевыми и финансовыми рынками, о чем еще будет сказано в приложении к этой главе. Такие связи можно проиллюстрировать недавними изменениями цен на нефть. Их падение во второй половине 2014 года сопровождалось гораздо более быстрым закрытием длинных позиций инвестиционных компаний, таких как хедж-фонды, что, скорее всего, ускорило это падение (диаграмма 1.3). Сходным образом отскок цены на Западнотехасскую среднюю (ЗТС) нефть с самого низкого за шесть лет уровня 44 долл. за баррель в марте 2015 года до 61 долл. в начале мая был отчасти вызван значительным ростом чистых длинных позиций инвестиционных компаний, которые, рассчитывая на то, что низкие нефтяные цены приведут к быстрому сокращению производства в период с середины марта до начала мая, удвоили свои чистые длинные позиции на Нью-Йоркской товарной бирже (NYMEX); это сопровождалось аналогичными изменениями и на Межконтинентальной бирже (ICE). В июле они намного уменьшили свои позиции, убедившись в том, что как снижение производства нефти, так и глобальный экономический подъем оказались менее быстрыми, чем ожидалось, из-за чего цены обрушились еще раз.

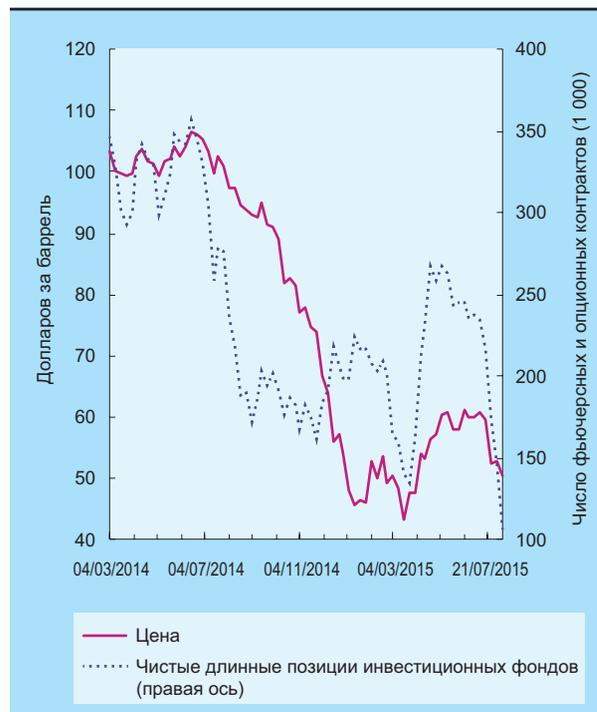
Другой канал связи между сырьевыми и финансовыми рынками – использование сырьевых товаров в качестве обеспечения. Положительная разность между процентными ставками внутри страны и за рубежом создает стимул для того, чтобы привлекать заемные средства на международных финансовых рынках под аккредитивы банков своей страны, выставленные для импорта сырья. Приобретенный физический товар помещается на склад, а заимствованные деньги вкладываются в высокодоходные активы своей страны, такие как недвижимость или финансовые продукты (Tang and Zhu, 2015).

Диаграмма 1.3

Обычно чаще всего в таких валютно-процентных операциях используется медь и вызванный ими рост спроса на наличную медь способствовал повышению цены этого металла. Взяв пример Китая, крупнейшего в мире потребителя меди, Чжан и Болдинг (Zhang and Balding, 2015) показали, что складские запасы меди в Шанхае выросли с 4% мировых запасов в 2009 году до 38% в 2014 году и что в тот же период разрыв между процентными ставками в Китае и в других странах мира составил в среднем 358 базисных пунктов. Однако в последнее время снижение процентных ставок в Китае привело к затормаживанию таких валютно-процентных сделок с медью. По сообщениям СМИ, вызванное этим снижение цен на медь было ускорено открытием значительных чистых коротких позиций в меди хедж-фондами параллельно с чистыми длинными позициями в акциях. При этом они исходили из тех ожиданий, что замедление роста китайской экономики вызовет снижение цен на медь, а последующее ослабление денежно-кредитной политики приведет к росту котировок на рынках акций<sup>13</sup>. Однако в июле 2015 года хедж-фондам потребовалось закрыть свои позиции, открытые при игре на понижение цены меди, для доведения растущих маржевых депозитов на китайских рынках акций, продемонстрировавших резкое снижение.

Кроме того, значительное удорожание доллара существенно способствует снижению цен на сырье. Поскольку цены на сырье выражены в долларах, обычно они связаны с курсом доллара обратной зависимостью. Этот фактор влияет на цены как на рынках наличного товара, так и по каналам финансиализации. С другой стороны, из-за укрепления доллара сырьевые товары становятся дороже за пределами долларовой зоны, что создает понижающее давление на спрос. Сходным образом, при удорожании доллара производители недолларовой зоны, которые обычно получают выручку в долларах, но покрывают большинство своих расходов в местной валюте, заинтересованы в увеличении поставок. Например, в результате обесценения бразильской валюты, реала, по отношению к доллару бразильские аграрии увеличили производство кофе и сахара<sup>14</sup>. С другой стороны, удорожание доллара может создать дополнительные стимулы для увеличения финансовых вложений в долларах на валютном рынке за счет

### ПОЗИЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ И ЦЕНЫ НА НЕФТЬ В МАРТЕ 2014 ГОДА – ИЮЛЕ 2015 ГОДА



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе потока данных Томсон Рейтер.

**Примечание:** Показанные данные относятся к ЗТС и позициям на Нью-Йоркской товарной бирже.

инвестиций на сырьевых рынках. Например, в случае ненефтяного сырья снижение цен не столь велико в специальных правах заимствования (СДР), а в евро они даже выросли параллельно с ростом курса доллара (диаграмма 1.2)<sup>15</sup>.

### 3. Воздействие и перспективы

Воздействие снижения сырьевых цен на разные страны неодинаково, будучи связано со структурой производства и торговли. Развивающиеся страны (а также некоторые развитые страны), которые в значительной степени зависят от своего экспорта сырья, как правило, оказываются затронутыми им в наибольшей степени. Это, в частности, большинство стран Африки, Латинской Америки, Содружества Независимых Государств (СНГ) и Западной Азии. Снижение сырьевых цен часто находит

проявление в снижении «условий торговли», в сложностях с балансом по текущим операциям и бюджетом и, в конечном счете, ведет к замедлению экономического роста. Некоторые страны, которые располагают дееспособными сырьевыми стабилизационными фондами, такие как Чили, или имеют большие валютные резервы, такие как нефтеэкспортирующие страны Западной Азии, могут располагать большими возможностями маневра для нейтрализации этого воздействия, чем другие страны.

В любом случае, обращение вспять тенденции роста сырьевых цен – это новое напоминание о тех проблемах, с которыми сталкиваются развивающиеся страны, зависящие от лишь нескольких сырьевых товаров, поскольку они оказываются незащищенными от циклов «бум–спад», вызываемых изменениями цен. Поэтому для достижения и поддержания устойчивого роста им важно проводить политику, способствующую диверсификации экономики и структурным сдвигам. С другой стороны, поскольку снижение сырьевых цен равнозначно передаче дохода странами – производителями сырья странам – импортерам сырья, наибольший выигрыш получили многие развитые страны и некоторые страны-развивающиеся рынки, такие как Китай. В той мере, в какой снижение цен для стран – потребителей сырья способно помочь глобальному экономическому подъему, в частности подъему в развитых странах, переживавших стагнацию в последние несколько лет, общий глобальный эффект мог быть позитивным, хотя и распределяющимся неравномерно. Однако все это остается неясным и в большой степени зависит от продолжительности снижения цен.

Перспективы сырьевых цен крайне неопределенны. Разворот тенденции роста, происшедший около 2011 года, был воспринят многими как знак окончания повышательной стадии сырьевого суперцикла. Если это так и есть, то сырьевые цены<sup>16</sup> могут продолжить падение достаточно долгое время.

Вместе с тем имеется еще одна возможность. До 2014 года коррекция цен чаще всего происходила за счет роста предложения, в то время как спрос на сырье рос здоровыми темпами. Только в 2014 году – начале 2015 года спрос показал некоторые признаки снижения, но и тогда большинство товаров показали положительные темпы роста. Такое замедление спроса связано с разочаровывающими результатами экономического роста во многих регионах – потребителях сырья. Однако на нынешнем низком уровне цен на сырье уже происходит определенная понижающая корректировка инвестиций и производственного потенциала. Это, в частности, касается минералов и металлов. Например, в 2014 году расходы на разведку руд цветных металлов во всем мире упали на 26% после еще большего снижения в 2013 году (SNL Metals & Mining, 2015). Это должно привести к снижению производства в среднесрочной перспективе.

Если росту глобальной экономики – в основном развитым странам – удастся вернуться к разумному уровню, а снижение цен будет стимулировать спрос, то это сможет поддержать рост спроса, несмотря на ухудшение перспектив производства. Многое также будет зависеть от развития событий в Китае. Кроме того, другие страны – новые рынки и развивающиеся страны – могут увеличить потребление сырья по мере перехода на более продвинутые стадии развития. В этой связи вполне возможно, что после краткосрочных корректировок сырьевые цены смогут вновь вырасти через несколько лет. Однако они вряд ли будут расти так же быстро, как в первое десятилетие 2000-х годов. Это может означать, что уровень сырьевых цен, вероятно, останется на более высоком плато, чем в начале тысячелетия. Кроме того, пока продолжается финансовая сырьевых рынков, волатильность цен может быть выше, а изменения цен – более глубокими, чем это требуется в силу фундаментальных факторов спроса и предложения.

---

### С. Застой: длинный цикл или временное явление?

---

То наблюдение, что траектории роста многих развитых стран остаются на значительно более низком уровне, чем до кризиса, несмотря на несколько лет мягкой денежно-кредитной политики, некоторое улучшение финансовой ситуации и определенное ослабление бюджетной консолидации, создало ощущение «новой нормы», отныне определяющей будущую эволюцию доходов в развитых странах.

Имеется озабоченность тем, что кризис, начавшийся в 2008 году, возможно, имел долгосрочные последствия для потенциала роста этих стран (Oulton and Sebastia-Barriel, 2013). Это может объясняться рядом причин. Одна из них в том, что финансовый кризис таких масштабов неизбежно сказался на балансах самого широкого круга экономических факторов – включая государственных и частных хозяйствующих субъектов, финансовые и нефинансовые сектора – и создал значительный избыток производственных мощностей. Обычно эти отрицательные последствия в конечном счете преодолеваются, хотя это может занять несколько лет, в особенности в отсутствие необходимой антициклической политики. Однако в этот раз озабоченность вызывает то, что аномально длительный период низких инвестиций и высокой безработицы будет продолжаться и дальше, воспроизводя себя из-за их долгосрочных последствий – снижения производственного потенциала и производительности труда. Застойная безработица ведет к утрате квалификации и специальности среди некоторых групп работников, а при недостатке инвестиций может также пострадать внедрение новых технологий, в значительной степени овестьственных в машинах и оборудовании.

Другой аспект воздействия кризиса, возможно, не столь заметен: в той мере, в какой

он привел к внезапному прекращению небывалого периода роста кредита, создававшего питательную среду для пузырей цен на активы и искусственно стимулировавшего потребление и рост, он мог привести к срабатыванию ряда внерыночных факторов, в целом сдерживающих рост в долгосрочном плане. Такие уже существовавшие долгосрочные факторы, а не финансовый кризис как таковой, могут быть подлинной причиной затяжного торможения роста. И развитые страны, возможно, вступают не в понижительную стадию очередного цикла, а в период «векового застоя».

Это оживило дискуссию о движущих силах экономического роста, восходящую к экономистам-классикам, таким как Адам Смит, Давид Рикардо, Джон Стюарт Милль и Карл Маркс, которая зазвучала по-новому после того, как в конце 1930-х годов Элвин Хансен предложил свою теорию «векового застоя». Хансен говорит о «больных подъемах, которые умирают во младенчестве, и спадах, которые питают сами себя и оставляют твердое и, по-видимому, неудаляемое уплотнение безработицы». В своем первоначальном анализе Хансен обратил внимание на проблему «недостаточности сфер применения частного капитала» (Hansen, 1939: 4)<sup>17</sup> в условиях снижения роста населения, относительной неэффективности денежно-кредитной политики, а также изменений в технике, недостаточных для стимулирования крупных вложений капитала. Все эти факторы в конечном счете сошли на нет в послевоенный период, не в последнюю очередь благодаря массивному государственному вмешательству – включая дефицитное финансирование, – что было возможным решением, предложенным самим Хансеном. Однако вялое оживление после кризиса 2008 года, в котором можно выявить следы тех же самых элементов,

привело к тому, что анализы «застойности» вновь появились в широкой дискуссии.

В соответствии с современным взглядом на «гипотезу векового застоя» после кризиса традиционный макроэкономический инструментарий, в особенности денежно-кредитная политика, во многом утратил свою эффективность. В ситуации разгрузки долга после кризиса и уже близких к нулю номинальных процентных ставок денежная экспансия не привела к росту кредита для финансирования расходов частного сектора: наоборот, она оказалась направлена на инвестирование в финансовые активы. Высокая задолженность, которая отрицательно сказывается на инвестиционном спросе, была названа причиной вялых темпов роста в развитых странах, что также негативно затронет будущую динамику. Ку (Коо, 2014) подчеркивает, что ухудшение балансов частного сектора после схлопывания финансировавшего за счет долга пузыря ограничило возможности развития производственных инвестиций. Ло и Рогофф (Lo and Rogoff, 2015) возлагают вину за вялые темпы роста на жесткую налогово-бюджетную политику, проводимую странами с высокой задолженностью, которые добивались образования стабильного первичного актива бюджета, чтобы снизить государственный долг, даже если для этого могли быть использованы альтернативные решения. Давая дополнительные пояснения векового застоя, Саммерс (Summers, 2014a и 2014b) отмечает ограниченную возможность дополнительного ослабления денежно-кредитной политики – с учетом того, что уже достигнута нулевая нижняя граница управляющего диапазона, – в частности, поскольку главный канал передачи влияния денежной политики на реальную экономику (затрагивающий цены на активы и относительную доходность финансовых продуктов) оказывает лишь косвенное воздействие на склонность хозяйствующих субъектов к инвестированию.

В академических дискуссиях по поводу гипотезы векового застоя до сих пор не достигнуто общего мнения о том, существует ли вековой застой на самом деле, а если он существует, то каковы его долгосрочные или структурные детерминанты. Некоторые считают, что замедление роста было вызвано сочетанием факторов, действующих на стороне

предложения. По их мнению, численность рабочей силы сократилась из-за сокращения и старения населения развитых стран, а гипотетическое снижение темпов обновления технологий сдерживает рост производительности труда. Гордон (Gordon, 2012), в частности, подчеркивает иной характер технологических инноваций, внедрявшихся более быстрыми темпами в последние четыре десятилетия: эти инновации отличались от предыдущих технических прорывов (таких, как внедрение паровых машин, двигателей внутреннего сгорания или электричества), использовавших капитальное оборудование с как правило коротким сроком службы. Анализируя этот вопрос, скорее, под углом зрения политики, Дабла-Норрис и соавторы (Dabla-Norris et al., 2015) перечисляют политические деформации, ставшие в развитых странах факторами, сдерживавшими в последние десятилетия рост производительности труда, в частности в сельском хозяйстве и сфере услуг. Они обосновывают необходимость мер структурной реформы, призванных уменьшить жесткость товарных рынков. Кроме того, в особенности в некоторых европейских странах, для которых кризис оказался наиболее болезненным, правительство приняло меры по повышению гибкости рынков труда и снижению социальных пособий, нацеленные на устранение «ограничений в сфере предложения» для повышения конкурентоспособности, при дальнейшем проведении в течение длительных периодов времени жесткой бюджетно-финансовой политики.

Другие экономисты считают, что вековой застой отражает десятилетнюю тенденцию недостаточного роста совокупного спроса. Они считают главной причиной векового застоя отсутствие роста трудовых доходов. С этой точки зрения снижение доли заработной платы в развитых странах примерно на 10 процентных пунктов с 1980-х годов существенным образом ограничило основанный на доходах потребительский спрос, что неизбежно оказало отрицательное воздействие на частные инвестиции (*ДТР за 2012 год*). Такое негативное влияние на спрос, вызванное ухудшением распределения функциональных доходов, усугублялось расширением разрыва в распределении личного дохода, когда доля самых богатых домохозяйств в совокупных доходах

чувствительно повысилась, а такие домохозяйства обычно тратят меньшую часть своих доходов и сберегают большую их часть, чем другие домохозяйства. Эти тенденции усилила политика, ставящая цель устранения дефицита спроса, главным образом с помощью денежной экспансии. Однако вместо того, чтобы создавать стимулы для инвестиций фирм в производственную деятельность, такая политика привела к инвестициям фирм в финансовые активы, что ускоряет раздувание пузырей цен на активы и ухудшает распределение богатства, не способствуя устранению застоя доходов большинства населения.

Связанная с этим дискуссия по проблемам политики в основном касалась того, какая политика лучше подходит для стимулирования роста инвестиций и совокупного спроса – воздействующие на сторону предложения структурные реформы или воздействующая на сторону спроса политика регулирования налогов и доходов. Сторонники первого подхода считают, что рынки товаров и труда, не имеющие необходимой гибкости, препятствуют увеличению предприятиями своего основного капитала<sup>18</sup>. Однако в той мере, в какой вековой застой вызван главным образом вялым спросом, такая политика будет в целом усугублять проблему, а не разрешать ее. Альтернативный подход наделяет ведущей ролью политику доходов (например, законодательство о минимальной заработной плате, укрепление института коллективных переговоров и социальных передаточных платежей) и государственные расходы, которые должны устранять слабости как на стороне спроса, так и на стороне предложения<sup>19</sup>. Очевидно, это служит обоснованием государственных вложений в инфраструктуру.

Ку (Коо, 2014) подчеркивает, что политика бюджетной экспансии в условиях высокой частной задолженности необязательно ведет к дальнейшему росту долга: наоборот, как также пояснялось в *ДТР за 2011 год*, позитивный эффект мультипликатора государственных расходов в переживающей застой или спад экономике может увеличить объем производства и налоговых доходов, таким образом стабилизовав государственный долг по отношению к ВВП. Такого рода государственные инвестиции дополняют частные инвестиции и часто ведут к их привлечению.

Кроме того, политика прогрессивного регулирования доходов ведет к росту спроса, повышая покупательную способность групп общества с высокой склонностью к потреблению. Это в свою очередь создает сферы для вложения частного капитала сразу со многими предположительными результатами: рост доходов от оплаты труда и расширение формальной занятости снижают финансовую нагрузку на пенсионные системы и дают домохозяйствам возможность увеличить свои потребительские расходы без привлечения нового долга (Palley, 2015). К тому же рост активности и занятости, как известно, также способствует росту производительности труда, раскручивая спираль роста спроса и предложения (McCombie et al., 2002). Таким образом, бюджетная экспансия и рост расходов повысят производство и одновременно ускорят потенциальный рост выпуска, тем самым запустив положительную обратную связь, закладывающую основу будущего устойчивого неинфляционного роста. Международная координация способна умножить эти положительные последствия, сохраняя при этом устойчивость платежного баланса (Ongan and Galanis, 2012; TDR 2013).

Эта дискуссия имеет серьезные последствия для развивающихся стран (Mayer, 2015). Период затяжного застоя в развитых странах может ослабить спрос на экспорт развивающихся стран, затрагивая как рост выпуска, так и рост производительности труда в этих странах, и в конечном счете создать в них проблемы с платежным балансом. Кроме того, ставка на денежную экспансию как главный инструмент стимулирования спроса в условиях нынешнего нерегулируемого движения капитала создает волатильный приток финансов капитала в страны – развивающиеся рынки, масштабы которого намного превышают их поглощающую способность. Если развивающиеся страны не сумеют применить макроэкономическую политику и меры пруденциального регулирования для того, чтобы купировать такие финансовые шоки, они окажутся в ситуации, когда за раздуванием пузырей цен на активы и бумом потребления в долг последует финансовый крах и откат в экономике, что в конечном счете может привести к вековому застою в масштабах всего мира. ■

## Примечания

- 1 Данные из ЮНКТАДстат по состоянию на июль 2015 года.
- 2 *Financial Times*, “Victim of shale revolution, Nigeria stops exporting oil to US”, 2 October 2014.
- 3 См. также UNCTAD News, “In 2014, world merchandise exports grew by 0.6%, while trade in services recorded a 4.2% global increase”, 14 April 2015.
- 4 Если не указано иное, данные по морским перевозкам взяты из UNCTAD, 2015.
- 5 Цены на тропические напитки резко выросли в начале 2014 года, затем стабилизировались в период по октябрь 2014 года и после этого упали в первые месяцы 2015 года. Таким образом, с 2011 года цены на товары этой группы показывали общую понижающую тенденцию.
- 6 На деле цены на нефть были в первом квартале 2015 года достаточно подвижны. Это было скорее всего связано с неопределенностью в отношении глубины их возможного падения.
- 7 Bloomberg, “U.S. oil drillers add rigs for second straight week”, 10 July 2015.
- 8 См. *Financial Times*, “Iran’s return to oil market to weigh on crude prices”, 14 July 2015; *Financial Times*, “Saudi Arabia’s crude oil output hits 10.6m b/d record in June”, 13 July 2015.
- 9 См., например, *Forbes*, “U.S. oil production forecasts continue to increase”, 7 May 2015.
- 10 См., например, *Financial Times*, “Grain prices rise as tighter supply looms”, 30 June 2015; *Financial Times*, “El Niño hits Asian and African cereal production”, 9 July 2015.
- 11 Такое снижение цен было связано с ростом производства алюминия и цинка в Китае и увеличением предложения никеля со стороны Филиппин, а также высокими запасами никеля (AIECE, 2015).
- 12 На Китай приходится свыше половины мирового спроса на металлы (World Bank, 2015).
- 13 *Financial Times*, “Chinese fund doubles down on copper short”, 12 May 2015; *Financial Times*, “Copper benefits from equity margin calls”, 29 June 2015; *Financial Times*, “China’s low rates sound death knell for copper carry trade”, 3 July 2015; *Financial Times*, “Copper hit by China equity swings”, 6 July 2015. Следует также отметить, что открытие коротких позиций по меди и длинных по китайским акциям было одной из шести главных биржевых идей «Голдман Сакс» (см. <http://www.businessinsider.com/goldman-sachs-top-trades-for-2014-2013-12?op=1>).
- 14 См., например, *Financial Times*, “Weak Brazilian real drags down coffee and sugar”, 30 March 2015.
- 15 Такие же расчеты по другим представительным товарам, таким как нефть, медь, пшеница или кофе, также подтверждают, что снижение цен не столь велико в СДР или евро из-за роста курса доллара.
- 16 В этом анализе нефть не рассматривается, поскольку ее перспективы в нынешней производственной ситуации рассматривались выше.
- 17 См. Backhouse and Voianovsky (2015), где дан разбор происхождения и развития теории «векового застоя».
- 18 Наоборот, было показано, что меры, нацеленные на повышение гибкости рынка труда, фактически уменьшают производительность труда (Vergeer and Kleinknecht, 2010; Pessoa and van Reenen, 2013).
- 19 См. Mukhisa Kituyi (2015). Statement by the Secretary-General of UNCTAD for the thirty-first meeting of the International Monetary and Financial Committee. 18 April. Имеется по адресу <https://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/index.asp>.

---

## Литература

---

- AIECE (2015). World trade and commodity prices in 2015-2016. Report submitted to the AIECE Spring General Meeting in London, 20–21 May. Association d'instituts européens de conjoncture économique-Working group on commodity prices and foreign trade. Имеется по адресу: <http://sites.uclouvain.be/aiece/password/WTC-5-2015.pdf>.
- Backhouse RE and Boianovsky M (2015). Secular stagnation: The history of a macroeconomic heresy. Blanqui Lecture, 19th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought, Rome, 14–16 May.
- BP (2015). *Statistical Review of World Energy 2015*. British Petroleum, London.
- Clarkson Research Services (2015). *Shipping Review and Outlook*. Spring. Clarkson Research Services Limited, London.
- Dabla-Norris E, Guo S, Haksar V, Kim M, Kochhar K, Wiseman K and Zdzienicka, A (2015). The new normal: A sector-level perspective on productivity trends in advanced economies. Staff Discussion Note No. 15/03, IMF, Washington, DC.
- ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile.
- EIA (2015). *Short-Term Energy Outlook*. Washington, DC, United States Energy Information Administration. July.
- Gordon RJ (2012). Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. Working Paper No. 18315, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Hansen AH (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29 (1): 1–15.
- IMF (2015). Commodity market developments and forecasts, with a focus on investment in an era of low oil prices. Специальный материал в *World Economic Outlook*, April, Washington, DC.
- Koo RC (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. B: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Lo S and Rogoff K (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. Working Paper No. 482, Bank for International Settlements, Basel.
- Mayer J (2015). How could the South respond to secular stagnation in the North? Сообщение на семинаре «Экономический застой и дефляция: проблемы для Японии в сопоставительной перспективе» в Школе востоковедения и африканистики (СОАС), Лондон, 3–4 июля.
- McCombie JSL, Pugno M and Soro B (2002). *Productivity Growth and Economic Performance: Essays on Verdoorn's Law*. London, Palgrave Macmillan.
- OECD-FAO (2015). *Agricultural Outlook 2015–2024*. Paris and Rome.
- Onaran Ö and Galanis G (2012). Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects. Conditions of Work and Employment Series No. 40, International Labour Organization, Geneva.
- Oulton N and Sebastián-Barriol M (2013). Long and short-term effects of the financial crisis on labour productivity, capital and output. Working Paper No. 470, Bank of England, London.
- Palley TI (2015). Inequality, the financial crisis and stagnation: Competing stories and why they matter. Working Paper No. 151, Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, Düsseldorf.
- Pessoa JP and van Reenen J (2013). The UK productivity and jobs puzzle: Does the answer lie in labour market flexibility? Special Paper No. 31, Center for Economic Performance, London
- SNL Metals & Mining (2015). *World Exploration Trends 2015*. A Special Report from SNL Metals & Mining for the PDAC International Convention. Имеется по адресу: <http://go.snl.com/rs/snlfinancialllc/images/World-Exploration-Trends-WET-Report-2015-English-USletter.pdf>.
- Summers L (2014a). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. Keynote address at the National Association

- for Business Economics Policy Conference, Arlington, VA.
- Summers L (2014b). Reflections on the 'new secular stagnation hypothesis'. В: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.
- Tang K and Zhu H (2015). Commodities as collateral. Имеется по адресу: [http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu\\_Commodities\\_as\\_Collateral.pdf](http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu_Commodities_as_Collateral.pdf).
- UNCTAD (2015). «Обзор морского транспорта за 2015 год». Издание Организации Объединенных Наций, Женева (готовится к печати).
- UNCTAD (ДТП за 2011 год). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (ДТП за 2012 год). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (ДТП за 2013 год). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (ДТП за 2014 год). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- UNWTO (2015a). *UNWTO World Tourism Barometer*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.
- UNWTO (2015b). *UNWTO World Tourism Barometer – Statistical Annex*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.
- Vergeer R and Kleinknecht A (2010). The impact of labor market deregulation on productivity: A panel data analysis of 19 OECD countries (1960-2004). *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (2): 371–408.
- World Bank (2015). *Commodity Markets Outlook*. July. Имеется по адресу: [http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c\\_commodity\\_Jul2015.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c_commodity_Jul2015.pdf).
- Zhang M and Balding C (2015). Carry trade dynamics under capital controls: The case of China. Имеется по адресу: <http://ssrn.com/abstract=2623794>.

## Приложение к главе I

## ПРОИЗОШЛА ЛИ ДЕФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ СЫРЬЕВЫХ РЫНКОВ?

Под финансиализацией сырьевых рынков понимается тот наблюдаемый факт, что сырьевые товары стали классом вложений для портфельных инвесторов наравне с акциями и облигациями. Хотя дискуссия о финансиализации продолжается, многие аналитические материалы указывают на то, что динамика сырьевых цен существенным образом изменилась с начала 2000-х годов и эти изменения связаны с масштабным ростом позиций финансовых инвесторов на сырьевых рынках, а также с изменениями структуры таких позиций (*ДТР за 2009 и 2011 годы*; UNCTAD, 2011).

Что касается финансовых позиций на сырьевых рынках, то данные за период с 2006 года показывают, что совокупный объем сырьевых «активов под управлением» (АПУ) резко вырос перед глобальным финансовым кризисом и в ходе периода 2009–2011 годов. Он достиг рекордного уровня почти 450 млрд. долл. в первой половине 2011 года и снизился с уровня, который, тем не менее, все еще превышал 420 млрд. долл. в январе 2013 года, до примерно 270 млрд. долл. в мае 2015 года. Несмотря на это масштабное падение, объем АПУ все еще близок к докризисному пику середины 2008 года (диаграмма 1.А.1).

Падение совокупных позиций в АПУ в период с начала 2013 года по середину 2015 года стал сочетанием двух элементов. Во-первых, произошло резкое падение позиций в производных продуктах, обращающихся на сырьевых биржах, таких как фьючерсы и опционы, в портфелях хедж-фондов, величина которых упала с января по июнь 2013 года почти на 40%. С этим совпал третий раунд количественного

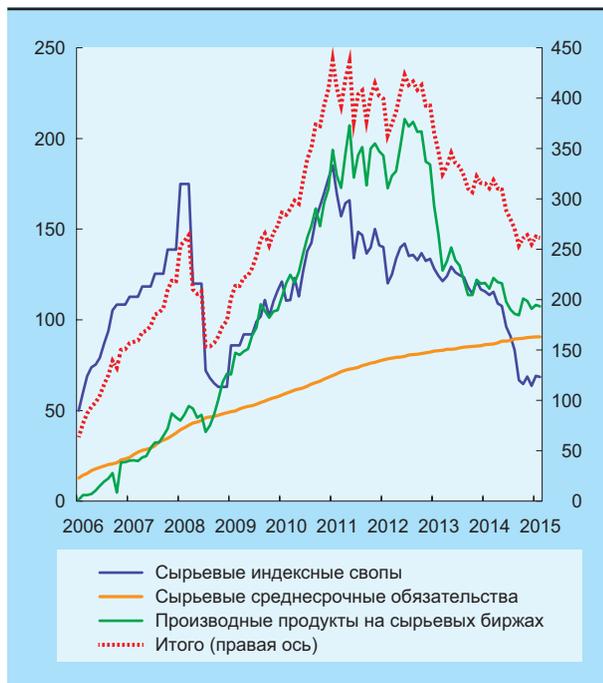
смягчения Федерального резерва Соединенных Штатов, который был начат в сентябре 2012 года, после чего в июне 2013 года было объявлено о том, что «сворачивание» Федеральным резервом политики количественного смягчения может начаться уже до конца года. Кроме того, в последнем квартале 2012 года индекс фондового рынка «Эс-энд-пи-500» начал ралли, превысив свой предыдущий пик, чему, возможно, способствовало уменьшение доли сырья и увеличение доли акций в структуре финансовых портфелей. Во-вторых, во второй половине 2014 года произошло столь же резкое падение позиций в пассивных индексных инвестициях, после чего эти позиции стабилизировались в первой половине 2015 года на уровне примерно 70 млрд. долларов. С учетом того, что в большинстве сырьевых индексов велик вес энергоносителей, такое падение было связано с падением цен на нефть и, вероятно, отражало продолжающийся рост производства нефти в условиях вялой динамики глобального спроса и решения ОПЕК не сокращать производства для противодействия снижению цен<sup>1</sup>.

Следует также отметить, что с середины 2011 года позиции в производных продуктах, обращающихся на сырьевых биржах, почти неизменно превышали позиции в сырьевых индексных свопах, часто на значительную величину. Это, возможно, указывает на то, что в настоящее время сырьевые товары рассматриваются, скорее, как объект выгодных краткосрочных инвестиций, а не сфера долгосрочных вложений, что, вероятно, имело место до наступления финансового кризиса в 2008 году, когда большая часть АПУ

Диаграмма 1.А.1

### СЫРЬЕВЫЕ АКТИВЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ (АПРЕЛЬ 2006 ГОДА – МАЙ 2015 ГОДА)

(Млрд. долл.)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных исследовательского отдела банка «Барклайз».

приходилась на индексные инвестиции. В самом деле, прибыльность индексных инвестиций в основном основывается на отсутствии тесных корреляций с прибыльностью других финансовых активов. Однако она также зависит от трендового роста спотовых цен сырья, например, в результате быстрого роста в странах – крупных потребителях сырья и/или в ситуациях депорта, т.е. снижающейся кривой стоимости фьючерсов, когда индексные инвесторы ожидают позитивной замыкающей доходности (или доходности переноса фьючерсной позиции, roll yield) и реализации прибыли по своим позициям, даже если спотовые цены не растут (*ДТР за 2009 и 2011 годы*)<sup>2</sup>. Быстрый рост спотовых цен на сырье сопровождал существенное увеличение позиций в индексных инвестициях с 2006 года по начало кризиса в середине 2008 года. Спотовые цены на сырье также существенно выросли в период с середины 2009 года по середину 2011 года, когда экономический рост в крупных развивающихся

странах, особенно в Китае, продолжался высокими темпами. Однако после этого рост в развивающихся странах снизился, сырье оказалось связано сильной корреляцией с другими классами активов (см. ниже), а сырьевые цены упали. Такой оборот дел привел к тому, что индексные инвесторы понесли значительные убытки из-за отрицательной замыкающей доходности, и, возможно, объясняет в наибольшей части сокращение инвестиций, привязанных к сырьевым индексам, с 2011 года и, в особенности, ускорение такого снижения во второй половине 2014 года<sup>3</sup>.

Еще один фактор, который, вероятно, вызвал снижение АПУ и, в особенности, снижение индексных инвестиций – возрастание корреляции между сырьем и другими финансовыми активами. Такая корреляция демонстрировала растущий тренд в период с начала 2000-х годов по 2008 год и была особенно заметна в период 2008–2013 годов. Хотя корреляция между прибылью от сырьевых товаров и других финансовых активов снизилась в период примерно с середины 2013 года по середину 2014 года, корреляция с рынками акций примерно стабилизировалась на докризисных уровнях, а корреляция с долларом вновь выросла с начала 2015 года (см. диаграмму 1.А.2). Последнее, возможно, отражает в основном стабилизацию курса доллара в атмосфере тающих ожиданий неизбежного увеличения процентных ставок Федеральным резервом Соединенных Штатов, подогревавших его удорожание в период с середины 2014 года по начало 2015 года.

Рост корреляции между сырьем и другими финансовыми активами, который стал наблюдаться в начале 2000-х годов и усилился в период 2008–2013 годов, может объясняться изменением ценовой динамики сырьевых фьючерсов. Как пояснялось подробнее в *ДТР за 2009 и 2011 годы*, имеются два экономических механизма, лежащих в основе финансиализации сырьевых рынков<sup>4</sup>. Во-первых, в соответствии с теорией распределения рисков финансовые инвесторы, открывающие длинные позиции на сырьевых рынках, предоставляют ликвидность, удовлетворяют потребности в хеджировании и улучшают распределение рисков. Однако они строят свои деловые стратегии, исходя из своих собственных целей, которые определяются на финансовых рынках. Это означает, что они

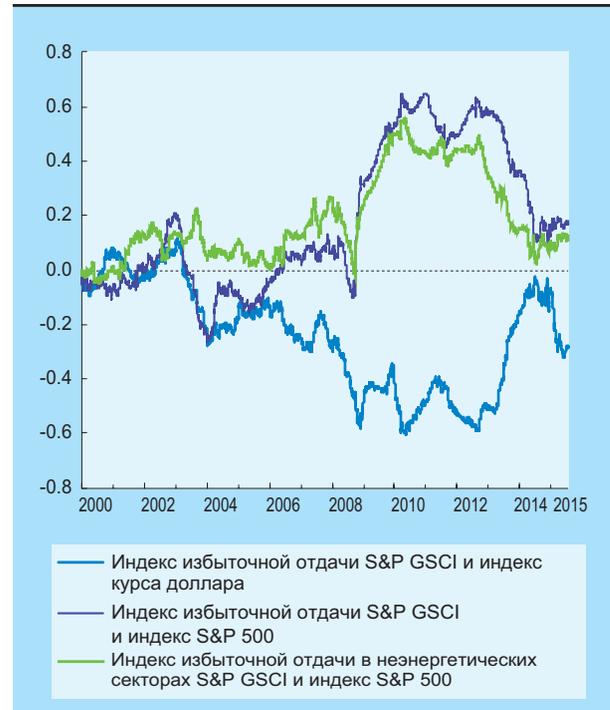
обычно увеличивают и сокращают позиции на сырьевых рынках в зависимости от динамики цен или изменений оценок риска на рынках других активов. Когда они поступают таким образом, например когда им нужны деньги для доведения маржевого депозита на фондовых рынках, они потребляют ликвидность и отрицательным образом влияют на распределение рисков на сырьевых рынках<sup>5</sup>.

Во-вторых, финансовые инвесторы часто совершают операции, реагируя на информационные сигналы, поступающие от финансовых рынков, тем самым принося «шум» в операции с сырьевыми товарами (т.е. совершая операции, не связанные с фундаментальными факторами). Такие создающие шум операции получают возросшие масштабы, когда финансовые инвесторы имеют разные ожидания, что заставляет их совершать спекулятивные операции друг против друга. Они также усиливаются тогда, когда наибольшую выгоду дает стадное поведение (т.е. когда участники рынка определенное время следуют ценовому тренду и реализуют свои инвестиции чуть раньше всех остальных) и когда действия против большинства, даже если они обоснованы в силу точной информации в отношении фундаментальных факторов, могут приносить большие потери. Что самое важное, участники рынка, которые работают с физическим товаром, часто действуют на основе неполной информации<sup>6</sup> о глобальных шоках спроса и предложения, а также об изменении запасов, которые часто непрозрачны. Поэтому они не могут различать изменения цен из-за операций финансовых инвесторов или из-за сдвигов фундаментальных факторов. Из-за этого «стадо» определяет конъюнктуру рынка и меняет цены в желаемом направлении, из-за чего такие изменения часто проскакивают равновесное состояние.

Возросшая корреляция между сырьевыми и другими финансовыми рынками уже не позволяет рассчитывать на то, что инвестиции в сырье – это результативная стратегия диверсификации портфеля. Такая точка зрения основывалась на данных за период 1959–2004 годов, согласно которым вложения в сырье дают отдачу, аналогичную отдаче по активам других классов, и при этом имеют низкую или отрицательную корреляцию с прибылью на рынках акций и облигаций (Gorton

Диаграмма 1.А.2

### КОРРЕЛЯЦИЯ МЕЖДУ СЫРЬЕВЫМИ ИНДЕКСАМИ, ИНДЕКСАМИ АКЦИЙ И КУРСОМ ДОЛЛАРА В 2000–2015 ГОДАХ



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе потока данных Томсон Рейтер.)

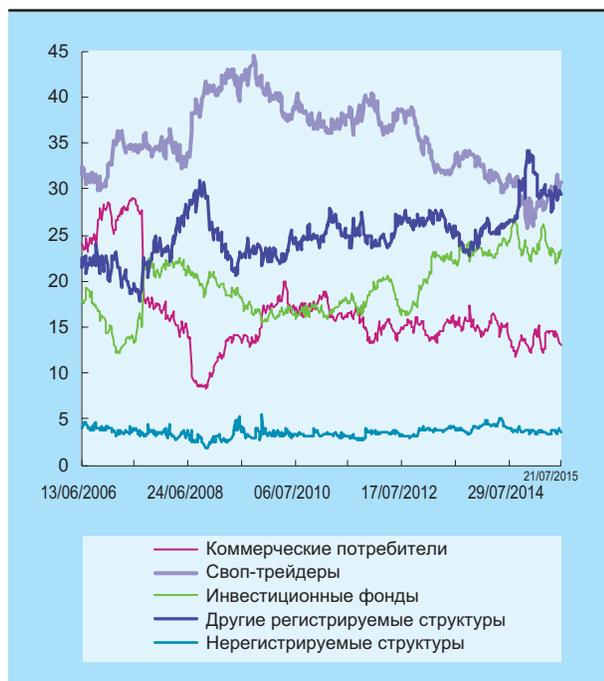
**Примечание:** Данные отражают корреляцию доходности соответствующего индекса на посуточной основе со скользящей базой в один год.

and Rouwenhorst, 2004). Этот вывод привлек внимание СМИ, и обычно считается, что он дал интеллектуальное обоснование буму инвестиций в сырьевые деривативы и, в особенности, инвестиционных позиций в индексных инструментах для целей диверсификации. После недавнего проведения нового анализа по этой методике утверждалось, что диверсификационные свойства инвестиций в сырье по-прежнему сохраняются и что гипотеза дефинансиализации никогда не была обоснована, главным образом по двум причинам (Bhardwaj et al., 2015). Во-первых, авторы утверждают, что структура открытого интереса на сырьевых рынках оставалась относительно стабильной, несмотря на удвоение этого интереса в период 2004–2014 годов. Они делают этот вывод на основе суммирования позиций по 27 сырьевым товарам. Однако такое суммирование может приводить к систематической ошибке. Данные

Диаграмма 1.А.3

**СТРУКТУРА СОВОКУПНОГО ОТКРЫТОГО  
ИНТЕРЕСА В НЕФТИ ЗТС НА НЬЮ-ЙОРКСКОЙ  
ТОВАРНОЙ БИРЖЕ С РАЗБИВКОЙ  
ПО КАТЕГОРИЯМ ТРЕЙДЕРОВ  
В 2006–2015 ГОДАХ**

(%)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе «Commitment of Traders Reports» Комиссии по торговле сырьевыми фьючерсами (КТСФ) Соединенных Штатов.

**Примечание:** КТСФ представляет детализированные данные по длинным и коротким позициям коммерческих потребителей, своп-дилеров, инвестиционных фондов и других регистрируемых структур, а также маржевым позициям последних трех категорий. Совокупный открытый интерес – это сумма всех этих позиций и позиций нерегистрируемых структур. Как и у Bhardwaj et al. (2015), показанные данные фиксируют совокупную валовую позицию по каждой категории (длинную + короткую + двойную опционную позицию) в качестве доли двойного открытого интереса.

по нефти, на которую приходится большинство операций с сырьем, чья ценовая динамика к тому же оказывает ныне общеизвестное значительное воздействие на цены сельскохозяйственного сырья (диаграмма 1.А.3), показывают, что доля трейдеров, занимающихся свопами (которых обычно приравнивают к индексным инвесторам), значительно повысилась в период с середины 2008 года до начала

2010 года, после чего она стала снижаться до конца 2014 года, а также что доля инвестиционных компаний (таких, как хедж-фонды) выросла с середины 2012 года. Диаграмма также показывает, что доля других регистрируемых участников рынка резко подскакивала, когда возникали особые риски движения цен на нефть (т.е. в 2008 году и с третьего квартала 2014 года по первый квартал 2015 года), и что доля коммерческих потребителей (включая производителей, торговые фирмы и потребителей) резко снизилась в 2007–2008 годах и после отскока показывает с 2010 года понижательный тренд. Однако не наблюдается особых признаков стабильности доли различных категорий потребителей на рынке. Что более важно, трудно четко разнести участников рынка по этим категориям, поскольку отдельные трейдеры не всегда придерживаются одинаковой стратегии операций. В частности, все более размытым становится разграничение между коммерческими потребителями и финансовыми инвесторами, отчасти из-за того, что трейдинговые фирмы все больше занимаются финансовой деятельностью (подробнее см. United Nations, 2013: box II.2). Этот момент вызывает более общие вопросы о том, насколько значимыми могут быть данные, на которые ссылаются Bhardwaj et al. (2015), даже если они не демонстрируют систематической ошибки<sup>7</sup>.

Второй аргумент против гипотезы финансовой спекуляции заключается в том, что рост корреляции прибыльности вложений в сырье и в активы других классов – это всего лишь временный феномен, связанный с финансовым кризисом (Bhardwaj et al., 2015). Однако, как показано выше, а также в ДТР за 2011 год, связанное с кризисами временное резкое повышение корреляции может во многом быть отнесено на счет последовательных раундов денежного ослабления Федерального резерва Соединенных Штатов, которые усилили корреляцию между рынками и вызвали второе смещение после первого, уже имевшего место в начале 2000-х годов. Таким образом, как отмечалось ЮНКТАД (TDR 2011: 132–133), «ужесточение конъюнктуры на денежном рынке [в Соединенных Штатах] всего лишь устранило бы источник второго смещения в межрыночных корреляциях, однако маловероятно, чтобы оно совсем устранило финансовую спекуляцию сырьевых

рынков и привело к возвращению межрыночных корреляций туда, где они были в конце 1990-х годов».

В свете всего этого нет оснований предполагать, что экономические механизмы, служившие факторами финансиализации сырьевых рынков и заставившие эти рынки

следовать, скорее, логике финансовых рынков, нежели логике типичных товарных рынков, исчезли. Равным образом эмпирические данные, связанные с финансовыми инвестициями на сырьевых рынках или формированием корреляций рентабельности по различным рынкам активов, не указывают на то, что произошла дефинансиализация сырьевых рынков. ■

---

## Примечания

---

- 1 Имеющиеся данные также показывают устойчивый рост стоимости сырьевых среднесрочных обязательств (т.е. финансовых инструментов корпоративного долга, обеспеченных сырьевыми товарами). Это, возможно, по крайней мере отчасти отражает рост дебиторской позиции в топливно-энергетическом секторе, где долговое бремя выросло с 1 трлн. долл. в 2006 году до 2,5 трлн. долл. в 2014 году (Domanski et al., 2015). Эмитенты этих бумаг обычно хеджировали свои обязательства, открывая длинные позиции на фьючерсных рынках. Тот вновь установленный факт, что цены на физический товар растут при выпуске таких бумаг и сокращаются на дату их погашения (Henderson et al., готовится к печати), указывает на то, что эти обязательства – определяющий фактор колеблемости сырьевых цен, не связанный с изменениями в фундаментальных факторах рынка.
- 2 Теория нажима хеджирования считает такую ситуацию депорта «нормальной», поскольку производителем сырья необходимо предложить спекулянтам премию, чтобы те согласились принять новый риск в операциях хеджирования. Эта ситуация также является одной из ключевых характеристик при традиционной частичной сегментации рынков сырьевых фьючерсов, которые отделяются от более широких финансовых рынков из-за того, что потребители сырья часто не желают проводить операции хеджирования непосредственно с отдельными производителями. Это связано с тем, что потребители сталкиваются с рисками сразу по многим сырьевым товарам и не готовы нести фиксированные
- 3 Например, значение сырьевого индекса совокупной отдачи «Эс-энд-пи» в апреле 2013 года составило лишь 90% от значения индекса в 2011 году, после чего к началу 2015 года оно сократилось до всего лишь 50%; за этим последовал небольшой отскок в первой половине 2015 года. Совокупная отдача фьючерсного контракта на сырье представляет собой сумму изменений базисной цены, замыкающую доходность и доходность обеспечения. Поскольку величина последней представляет собой функцию процентной ставки, неудивительно, что периоды количественного смягчения характеризуются низкой доходностью индексов общей отдачи. Индексы избыточной отдачи, использованные в диаграмме 1.А.2, отражают только два первых вида доходности, но не доходность обеспечения.
- 4 Третий механизм основывается на теории запасов. В соответствии с ней запасы должны расти, если из-за финансовых инвесторов фьючерсные цены идут вверх, поскольку такое увеличение цен дает прибыль, связанную с хранением запасов физического товара, и создает стимул для увеличения запасов сырья, что в свою очередь снижает предложение товара, имеющегося для немедленного потребления, и

увеличивает спотовые цены. Доход от запасов зависит от расходов на складское хранение и финансирование, и поэтому в большой степени обусловлен уровнем номинальных процентных ставок. Как об этом говорилось в ДТР за 2009 год, при этом предполагается, что физические рынки полностью прозрачны, а информация о запасах в полном объеме имеется во всем мире, чего, как правило, не происходит.

- 5 Непосредственное воздействие финансовых инвестиций на сырьевые цены, связанное с теорией распределения рисков, часто изучается с привлечением проверки причинно-следственной связи по Гренджеру на длительных отрезках времени. Эти проверки обычно не обнаруживают достаточных подтверждений прямого воздействия финансовых инвестиций на сырьевые цены (Sanders and Irwin, 2011). Однако такая методика проверки предполагает, что из-за сигналов финансовых рынков финансовые инвесторы действуют вопреки сигналам сырьевых рынков и потребляют ликвидность все время. Это не соответствует действительности, в особенности в те периоды, когда в

силу установленных для данного финансового инвестора параметров риска и дохода на рынках других активов такие инвесторы меняют линию своих действий на сырьевых рынках, тем самым пополняя ликвидность и улучшая распределение рисков. В результате проверки казуальности по Гренджеру в конкретные субпериоды обнаруживается больше признаков такого прямого ценового воздействия финансовых инвесторов (Mayer, 2012).

- 6 В этой связи функция централизованной товарной биржи собственно и состоит в том, чтобы соединять разрозненную информацию и содействовать обнаружению цены.
- 7 Что касается того аргумента авторов, что индексные инвестиции остаются результативной стратегией диверсификации портфелей, следует отметить, что Бхардвадж – «исследователь «Саммерхейвен», сырьевого инвестиционного фонда с активами в 1,4 млрд. долл., партнером которого является и профессор Роуенхорст» (см. *Financial Times*, “Investment: revaluing commodities”, 4 June 2015).

---

## Литература

---

- Basu D and Miffre J (2013). Capturing the risk premium of commodity futures: The role of hedging pressure. *Journal of Banking and Finance*, 37(7): 2652–2664.
- Bhardwaj G, Gorton G and Rouwenhorst KG (2015). Facts and fantasies about commodity futures ten years later. Working Paper No. 21243, National Bureau of Economic Research, (NBER), Cambridge, MA.
- Domanski D, Kearns J, Lombardi M and Shin HS (2015). Oil and debt. *BIS Quarterly Review*, March, Basel: 55–65.
- Gorton G and Rouwenhorst KG (2004). Facts and fantasies about commodity futures. Working Paper No. 0595, NBER, Cambridge, MA.
- Henderson BJ, Pearson ND and Wang L (forthcoming). New evidence on the financialization of commodity markets. *Review of Financial Studies*. Имеется по адресу: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2014/12/25/rfs.hhu091.short?rss=1>.
- Mayer J (2012). The growing financialisation of commodity markets: Divergences between index investors and money managers. *Journal of Development Studies*, 48(6): 751–767.
- Sanders D and Irwin S (2011). The impact of index funds in commodity futures markets: A systems approach. *Journal of Alternative Investments*, 14(1): 40–49.
- UNCTAD (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E.09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- United Nations (2013). *World Economic Situation and Prospects 2013*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.C.2, New York.

## ФИНАНСИАЛИЗАЦИЯ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЕ НЕДОВОЛЬСТВО ЕЮ

### А. Введение

Растущее влияние финансовых рынков и институтов, получившее название «финансиализации», затрагивает производство и распределение богатства (UNCTAD, 2011). Таким образом, растущая интеграция развивающихся и переходных экономик (РПЭ) в глобальной финансовой системе, а также ускорение притока капитала в них, начавшееся на рубеже тысячелетий, вызвали дискуссию о связях между открытостью, финансовым углублением и экономическим развитием. Возрастание финансовой интеграции способно расширить доступ к внешнему финансированию в целях развития. Однако в этой главе излагается тот тезис, что имелась лишь слабая связь между встраиванием большинства РПЭ в глобальные финансовые рынки и их долгосрочным развитием. Эта связь оказалась еще более напряжена в последние годы из-за переизбытка ликвидности, созданной центральными банками развитых стран. Хотя некоторые РПЭ продемонстрировали за истекшие десятилетия высокий рост их актива (или снижение дефицита) по текущим операциям, накопив, в совокупности, значительные валютные резервы, их возросшая открытость по отношению ко все более крупным и волатильным потокам международного капитала, прежде всего краткосрочным спекулятивным потокам, создала

для них риски финансовых циклов бумов и спадов<sup>1</sup>. В этой главе рассмотрены последствия таких рисков с макроэкономической точки зрения.

Финансовые потоки в РПЭ в период после кризиса 2008–2009 годов отражают ранее сложившуюся динамику макроэкономических факторов роста, начавшую формироваться во многих странах еще в 1980-х годах: долгосрочное снижение глобальной доли заработной платы и сокращение расходов государственного сектора в развитых странах, способствовавшие подавлению глобального спроса. Глобальный рост основывался главным образом на расширении финансовой ликвидности и создании кредитных бумов и бумов активов. Проводившаяся развитыми странами после кризиса политика количественного смягчения в сочетании, после непродолжительной интерлюдии экспансии, с бюджетным аскетизмом во многом закрепила эту модель<sup>2</sup>. Перспективы более высокой прибыльности инвестиций в РПЭ и оценки уменьшения связанных с ними рисков привели к тому, что они стали восприниматься международными инвесторами как привлекательная альтернатива. Однако возросшая часть вызванного этим притока финансовых средств в

эти страны часто носила краткосрочный или более спекулятивный характер, и он уже демонстрирует волатильность, напоминающую ситуацию, которая предшествовала финансовым кризисам в ряде РПЭ в 1980-х и 1990-х годах.

В этой главе сначала рассмотрена финансиализация в РПЭ на агрегированном уровне и высвечены связи между потоками капитала и выплатой факторных доходов, а также вызванная этим нагрузка на торговый баланс. Превышение совокупной нормой прибыли по обязательствам РПЭ прибыли на активы РПЭ – это тот аспект таких связей, который признается в недостаточной степени и может вызвать проблемы. При обычном течении событий эти тенденции не могут продолжаться, не создавая сложностей для текущих операций, ведущих тем самым к усилению финансовой уязвимости. Кроме того, в нынешнем контексте вялого послекризисного оживления, требующего большого вклада в глобальный спрос, прежде всего стран с торговым активом, нажим, преследующий цель сгладить последствия чистых потерь факторных доходов для баланса текущих операций, контрпродуктивен для глобального благосостояния.

Затем в этой главе рассматриваются последствия финансиализации для внутренней макроэкономической политики. В ней проводится тот тезис, что избыточные финансовые потоки изменяют цены и влияют на политику так, что это подрывает возможности устойчивого роста и развития. При полностью открытых счетах движения капитала денежно-кредитный орган становится больше подвержен давлению и ожиданиям внешнего финансирования. В частности, крупный приток капитала создает повышательное давление на курс национальной валюты, что усугубляется повсеместно воспринимаемым как сверхзадача удержанием крайне низких темпов инфляции. Рамки бюджетно-налоговой политики сходным образом ограничиваются навязчивым желанием сохранить такую ее направленность, которая будет благоприятна для финансовых кругов, что препятствует маневру как в расходной, так и в доходной части бюджета. В результате складывается тенденция создания дефляционной макроэкономической среды в сочетании со структурными слабостями в системах финансов

и производственных инвестиций. Все это препятствует как росту динамичного совокупного спроса, так и углублению производственного потенциала.

Затем рассматриваются ожидаемые последствия этих слабостей для внутреннего совокупного спроса, для чего анализируется история нескольких финансовых кризисов с увязкой скачков спекулятивного финансирования с готовностью к риску частного сектора и возникшими затем потерями государственного сектора. Эти потери понесены из-за того, что государство в конечном счете всякий раз принимает на себя риски и издержки, созданные частными спекуляциями и производственными сбоями. После чего с привлечением более общих концептуальных допущений сопоставляются внутренние и внешние источники экономического роста, что позволяет показать, в чем прошлые условия параллельны тем, которые существуют сегодня.

Глава завершается рассмотрением ряда ответных мер политики, которые развивающиеся страны могли бы изучить в свете этих слабостей. Такие меры могли бы быть нацелены на совершенствование регулирования финансиализации и ее макроэкономических последствий, а также на укрепление связей между финансовой и денежно-кредитной политикой и целями развития. Надежное внутреннее финансовое регулирование должно составлять сердцевину усилий по использованию выгод международных финансов. Вместо упора на жесткое таргетирование инфляции и повышение процентных ставок как инструменты регулирования притока капитала и платежного баланса взвешенное сочетание мер контроля за движением капитала и регулирования валютного курса, в том числе путем воздействия на сумму и структуру притока капитала, могло бы способствовать поддержанию доступа к внешнему производственному финансированию при одновременном стимулировании внутренних инвестиций. Проактивная бюджетная и промышленная политика также составляет важнейшую предпосылку формирования структур и условий, способствующих росту производительности труда в стране и расширению совокупного спроса. Однако в свете масштабов финансиализации и огромных

размеров глобальных потоков капитала макроэкономическое регулирование на уровне стран должно дополняться глобальными мерами, препятствующими разрастанию спекулятивных финансовых потоков. Дополнительная поддержка может быть оказана на региональном уровне с помощью более надежных

механизмов кредитного обеспечения и совместных резервных фондов. Координация политики также должна распространяться на внутреннее макроэкономическое регулирование. И такие меры имеют большие шансы на успех, если они осуществляются на региональной и в конечном счете глобальной основе.

---

## В. Проблемы глобальной экспансии ликвидности

---

### 1. Экспансия ликвидности до и после кризиса

---

Недостаточность глобального спроса – это главная проблема, созданная Великой рецессией, которая еще должна получить свое решение. В частности, она отражает то, что по-прежнему не удается восстановить связь между финансами и устойчивым созданием доходов и расходами. Накануне финансового кризиса 2008–2009 годов реальный спрос в крупных странах мира не поддерживался устойчивым ростом заработной платы, которая служит главным фактором спроса домохозяйств, как и не поддерживался он в большинстве случаев и ростом расходов государственного сектора. С 1990-х годов бюджетная политика в большинстве крупных стран либо становилась более умеренной, либо подвергалась понижающей корректировке. Исключением стали Соединенные Штаты в период 2001–2004 годов, где чрезвычайные бюджетные вливания смогли поддержать экономику после краха интернет-компаний. В отсутствие этих двух основных факторов роста увеличение ВВП основывалось на создании ликвидности, первоначально государственными финансовыми органами, а затем частными финансовыми институтами (см. главу III). В некоторых крупных развитых странах благодаря этому удалось стимулировать спрос за счет удорожания активов и привлечения заемных средств,

что вело к потребительскому буму и раздуванию пузырей частных инвестиций. Зеркальным фактором роста в других странах стал экспортный спрос. Опасная конфигурация финансов и спроса коренным образом отличалась от такого процесса создания кредита, который поддерживает производство и создание рабочих мест.

Подобным образом в ходе оживления после кризиса 2008–2009 годов неспособность обратить вспять долгосрочное снижение заработной платы, начавшееся во многих странах в 1980-е годы, усугублялась общим переходом большинства развитых стран к политике жесткой экономии после краткого эпизода экспансии 2009–2010 годов. В этих условиях подъем почти полностью стал зависеть от возобновления экспансии ликвидности. Вместе с тем имеются некоторые важные различия между периодами до и после кризиса, которые помогают объяснить недавнюю конфигурацию роста и финансовых позиций в масштабах мировой экономики.

Первое и наиболее очевидное отличие – послекризисный рост дефицитов государственного сектора в развитых странах, неизбежный аналог беспрецедентной коррекции балансов банков, компаний и домохозяйств. Второе отличие – то, что в этот раз создание ликвидности было организовано центральными банками в отличие от докризисного периода, когда главным спусковым механизмом создания

ликвидности стало чрезмерное увеличение кредитного плеча частного (и теневого) банковского сектора<sup>3</sup>. Третье различие, вытекающее из первых двух, – то, что новая ликвидность была канализирована через финансовый сектор в качестве портфельных активов, в том числе в развивающихся странах, и поэтому в наибольшей степени была оторвана от реальной экономики<sup>4</sup>.

Последнее нашло свое проявление в росте корреляции между активами на мировом рынке – ценными бумагами, сырьевыми товарами и валютами – в начале 2000-х годов (*ДТР за 2011 год*, UNCTAD, 2012a). Доля инвестиций на фондовых и валютных рынках в структуре портфелей отражала главным образом оценки риска в свете инфляционных ожиданий, в то время как оценки выгод диверсификации стимулировали вложения в сырьевые активы, уменьшив зависимость между ценой на активы и динамикой цен на базисные реальные активы, в особенности в период с середины 2008 года по середину 2013 года. Это способствовало заметному увеличению волатильности по всем рынкам. С 2013 года фундаментальные факторы рынка в большей мере объясняли изменения цен на большинство видов сырья (см. главу I). В этой связи меняющаяся степень важности факторов формирования цен на реальном, финансовом и валютном рынках в существенной мере подрывали способность политики влиять на результаты реальной экономики или смягчать внешние шоки.

Что касается РПЭ, то их показатели как в докризисный период, так и сразу после кризиса в целом характеризовались достаточно высоким внутренним спросом и динамичностью экспорта. Как группа они также продемонстрировали большую внутреннюю финансовую стабильность, чем развитые страны, несмотря на возросшую либерализацию финансовых потоков и повышение степени открытости экономики, что повлекло за собой расширение присутствия иностранных банков и инвесторов на их внутренних рынках. Однако глобальная финансиализация в отсутствие необходимого регулирования внутренних финансовых рынков привела к тому, что РПЭ стали испытывать большее воздействие циклов «бум–спад» притока капитала, как отмечалось в предыдущих выпусках *ДТР* и в других исследованиях

(Акуйüz, 2008, 2011). Подверженность любым шокам, создаваемым внешними финансовыми циклами, могла быстро вызвать эрозию высокого внутреннего спроса в нескольких РПЭ с потенциальными последствиями для стабильности глобальной экономики.

В Китае, где политика стерилизации избытка денежной массы и накопления резервов во многом умерила воздействие притока капитала, перекредитованность секторов, связанных со строительным бумом, становится растущей проблемой экономической политики (Chandrasekhar and Ghosh, 2015; Magnus, 2014)<sup>5</sup>. Хотя можно ожидать замедления инвестиций, если оно совпадет с резким снижением жилищного строительства и сооружения объектов инфраструктуры, это может способствовать обращению вспять крупного притока краткосрочного и акционерного капитала (как поясняется ниже). В других РПЭ имевшая большую социальную направленность политика оказалась сравнительно эффективным средством поддержки внутреннего спроса путем осуществления контрциклических бюджетных мер, принятия стратегических планов диверсификации экспорта и преодоления сырьевой зависимости (с ограниченным успехом), более широкого распределения выгод от добычи сырья среди населения, а также ограничения последствий чрезмерного притока капитала с помощью накопления резервов или различных форм контроля за движением капитала. Тем не менее сохраняется реальная возможность того, что воздействие и масштабы таких мер политики могут оказаться недостаточными для противодействия большому влиянию глобальных финансовых рынков с их масштабами. Так, коррекция фондовых рынков на фоне ожиданий сворачивания количественного смягчения в 2013 году, вызвавшая значительные шоки, повлиявшая на экономическую динамику и повлекшая за собой меры дефляционной политики в нескольких развивающихся странах, может оказаться (умеренным) предвестником возможного в будущем отката капитала (Neely, 2014; UNCTAD, 2014). Положение может оказаться более сложным в тех РПЭ, которые не проводят какой-либо компенсирующей политики регулирования финансиализации.

## 2. Подъем и совокупные риски притока капитала в РПЭ

Полные данные о притоке и накопленной сумме внешнего капитала по большому числу РПЭ подтверждают, что воздействие на них внешних источников финансирования продолжает расти (Chandrasekhar, 2007; Gallagher, 2015)<sup>6</sup>. Валовый ежегодный приток капитала (чистый приток + погашение долга) в РПЭ достиг в 2013 году почти 1 трлн. долларов. Это примерно в пять раз больше, чем в 2002 году, когда отмечалась самая глубокая точка падения после серии финансовых кризисов в конце 1990-х годов и краха доткомов в 2001 году, когда валовой приток заемных средств в РПЭ составил 204 млрд. долларов. Следует отметить, что растущая доля ежегодного валового притока заемных средств связана с погашением долга, который рос пропорционально объему обязательств, накопленных с течением времени. Вместе с тем отмечался также колоссальный рост чистого

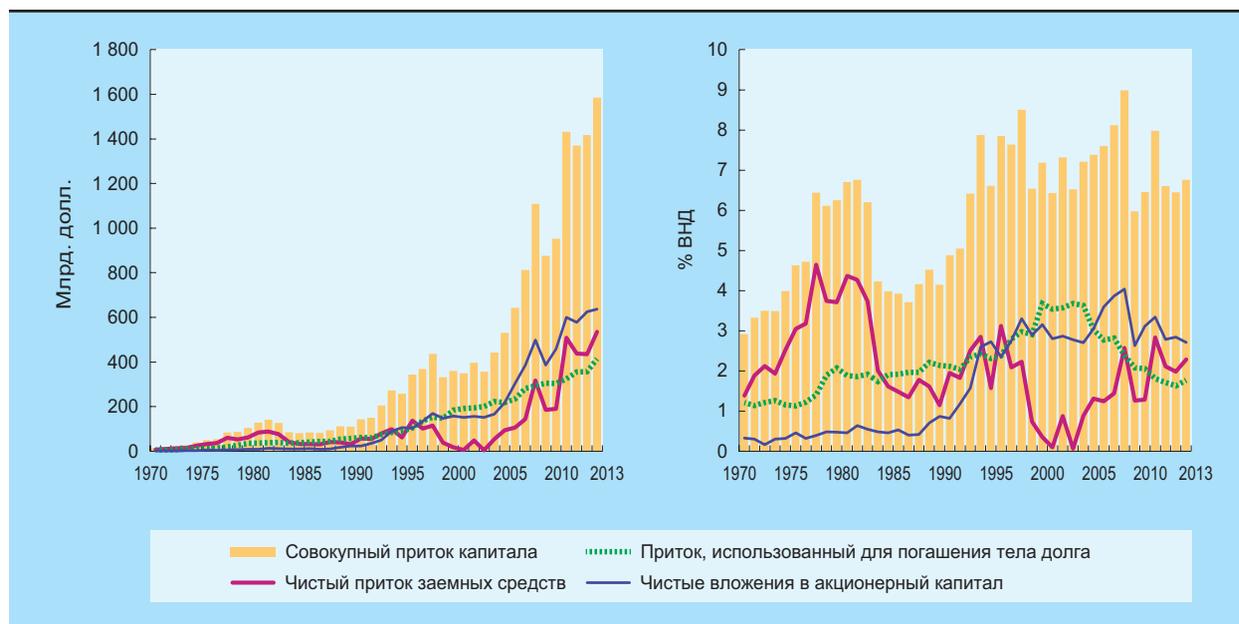
притока заемных средств (т.е. валового притока за вычетом сумм погашения долга) с 3,5 млрд. долл. в 2002 году до 535 млрд. долл. в 2013 году. Вложения в акционерный капитал в РПЭ, которые по классификации «International Debt Statistics 2015» Всемирного банка включают портфельные вложения, а также прямые инвестиции, выросли в этот период более чем в четыре раза со 152 млрд. долл. до 637 млрд. долл. (диаграмма 2.1).

Такой рост внешнего притока средств в РПЭ не кажется столь уж большим, если учесть, что эти страны продемонстрировали после 2003 года почти непрерывный период быстрого экономического роста, при том что в той или иной степени они были затронуты глобальным финансовым кризисом. На диаграмме 2.1 показано сопоставление указанных выше параметров притока по отношению к совокупному валовому национальному доходу (ВНД). По этому показателю в 2002–2007 годах произошел значительный подъем валового и чистого притока заемных средств, возобновившийся в 2010 году. В частности, по валовым

Диаграмма 2.1

### ПРИТОК ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА В РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ И СТРАНЫ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ ПО СОСТАВЛЯЮЩИМ, 1970–2013 ГОДЫ

(Млрд. долл. и % ВНД)



Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы «International Debt Statistics (IDS)» Всемирного банка.

Диаграмма 2.2

**ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН И СТРАН С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ В 1970–2013 ГОДАХ**

(% ВВП)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных *IDS* Всемирного банка.

**а** Из числа крупных экономик исключены Аргентина, Бразилия, Индия, Китай, Мексика, Турция и Южная Африка. Также исключены Алжир, Египет, Ливия, Марокко и Тунис. Российская Федерация не входит в выборку *IDS*.

потокам динамика аналогична циклу подъема 1990-х годов, хотя она и не была столь высокой, как в 1970-х годах, когда это привело к кризису задолженности начала 1980-х годов. Чистый приток акционерного капитала по отношению к ВВП также демонстрировал колебания, однако с постоянно более высокого уровня начиная с середины 1990-х годов. По отношению к ВВП оба источника притока внешнего капитала в РПЭ вместе взятые (заемный и акционерный капитал) выросли с 2,8% в 2002 году до 5% в 2003 году, после того как они достигли двух исторически рекордных уровней в 6,6% в 2007 году и 6,2% в 2010 году.

Такая итоговая динамика характерна не только для более крупных РПЭ, которые имеют относительно более развитые финансовые рынки и рынки капитала. РПЭ с более низким

уровнем дохода<sup>7</sup>, возможно, поглотили гораздо меньший объем притока капитала, однако его динамика была аналогична динамике притока капитала в странах этой группы в целом, продемонстрировав явный рост в 2002–2013 годы с пиковыми отметками в 2007 и 2010 годах. По отношению к ВВП оба источника притока внешнего капитала вместе взятые (заемный и акционерный капитал) в РПЭ этой подгруппы выросли с 2,5% в 2002 году до 5,1% в 2013 году после того, как они достигли исторического максимума 7,7% в 2007 году.

По сравнению с предыдущими периодами, с 2003 года большинство РПЭ показали высокий рост активов или большое снижение дефицита по текущим операциям, позволяя считать, что финансирование потребностей развития, возможно, не было главной движущей силой бума притока капитала<sup>8</sup>. Вместо этого преобладающими движущими силами, возможно, были такие факторы, как конъюнктура денежного рынка и оценки риска инвесторами развитых стран в tandem с ростом фондового рынка в РПЭ (подробные эконометрические расчеты см. в *ДТР за 2013 год*, глава III). С этим связано и то обстоятельство, что РПЭ в целом и более крупные страны этой группы в частности накопили в этот период значительные суммы внешних резервных активов (диаграмма 2.2)<sup>9</sup>. В этих обстоятельствах накопление резервов главным образом отражает избыток притока по сравнению с суммами, которые при обычных условиях согласовывались бы с динамикой внутренних расходов и инвестиций. К 2013 году свыше 40% резервов РПЭ были «заимствованными» в том смысле, что они образовались не за счет профицитов по текущим операциям, а за счет притока капитала (Akyüz, 2014: 11). Хотя в экономической политике накопление резервов часто рассматривается как мера предосторожности, такая стратегия имеет свои пределы. В свете масштабов притока и накопления резервов важный вопрос заключался в том, согласуется ли такая динамика с финансовой стабильностью и устойчивостью глобального спроса.

При анализе платежного баланса основное внимание часто уделяется торговому дефициту и профициту исходя из того, что чистые факторные доходы<sup>10</sup> будут просто отражать нейтральную динамику движения капитала.

Однако исчисление сальдо баланса факторных доходов и его анализ связаны с некоторыми сложностями. Во-первых, факторные доходы зависят от объема активов и обязательств, а также от их нормы доходности. В свою очередь активы и обязательства накапливаются в результате, соответственно, оттока и притока капитала. Во-вторых, актив по текущим операциям по определению равен *чистому* оттоку средств по «счету капитала и финансовому счету» (ниже – «счету капитала») <sup>11</sup>. Наоборот, дефицит текущего счета будет равняться *чистому* притоку капитала. Однако это не означает, что страна получит в точности ту же сумму валового притока, эквивалентную дефициту текущего счета, или что валовой отток из нее будет точно равен положительному сальдо текущего счета. Скорее, приток и отток отчасти представляют собой самостоятельный результат оценок инвесторов ввиду несоответствий между финансовой и реальной экономикой. Как отмечалось выше, приток капитала сверх суммы, необходимой для финансирования дефицита текущих операций, в конечном счете приобретает форму вывоза частного капитала резидентами или накопления резервов Центральным банком. Сходным образом страны с профицитом, которые помимо своих валютных доходов от торговли получают в больших суммах зарубежный частный капитал, в конечном счете накапливают «заимствованные» резервы.

Ввиду того что норма прибыли на иностранные инвестиции обычно выше нормы прибыли частных резидентов или центральных банков развивающихся стран, конечный результат этого – то, что баланс факторных доходов может часто ухудшать состояние текущего счета <sup>12</sup>. Например, растущая чистая (положительная) инвестиционная позиция имеющих актив РПЭ может в конечном счете сосуществовать со снижающимися чистыми факторными доходами. Эти отрицательные моменты усиливаются в случае РПЭ с длительным дефицитом по текущим операциям, чьи накопленные резервы в основном «заимствованы». Таким образом, в условиях роста отрицательного сальдо факторных доходов и торгового дефицита эти РПЭ будут сталкиваться с ростом их чистых обязательств. Если имеющим дефицит РПЭ не удастся улучшить свою торговую динамику, для выполнения своих внешних

обязательств они должны будут использовать приток капитала. Можно предположить, что все это – исключительно шаткие «финансовые пирамиды», когда текущие обязательства могут быть выполнены лишь путем возрастающего заимствования, а любое небольшое изменение ситуации или настроений рынка, внутри страны или извне, может дестабилизировать как финансовую систему, так и макроэкономическую ситуацию (Minsky, 2008).

Обычно РПЭ ставят задачу повышения торговой динамики по ряду причин, связанных, в частности, с ростом и научно-техническим прогрессом. Однако перспективы еще более масштабного оттока чистых факторных платежей из-за накопления обязательств прошлых периодов и неодинаковых норм прибыли могут привести к активизации поиска экономических стратегий увеличения чистого экспорта, в том числе за счет сокращения импорта <sup>13</sup>.

Итак, эмпирические данные показывают, что финансиализация связана с продолжающимся ростом притока капитала в РПЭ <sup>14</sup>. Кроме того, РПЭ сталкиваются с разной доходностью по своим активам и обязательствам. С глобальной точки зрения все эти моменты вместе взятые могут создавать проблемы, которые не получили достаточного признания. Во-первых, страны могут оказаться в ситуации, когда ухудшение состояния их счета факторных доходов ведет к росту обязательств на условиях, похожих на финансовую пирамиду. Во-вторых, в нынешней ситуации вялого послекризисного подъема, когда необходимы усилия по стимулированию глобального спроса, в особенности имеющими актив странами, цель достижения торгового актива для уменьшения потерь чистых факторных доходов создает тенденцию понижения экономической активности.

### **3. Усиление финансовой интеграции и возрастание нестабильности потоков капитала**

Согласно общепринятым представлениям о финансовой интеграции, самое важное – то, что она будет выгодна как для инвесторов, так и для стран-получателей при условии, что она будет развиваться на «надежной»

макроэкономической основе. РПЭ рекомендуются такие меры политики, как сокращение вмешательства государства (при соответствующем возрастании роли финансовых институтов, таких как частные банки и пенсионные фонды) и развитие конкуренции и структурные реформы на рынках товаров и рабочей силы (Caguana, 2011; Milken Institute, 2014a; OECD, 2011).

В отличие от этого представленный здесь анализ следует более широкому и критическому подходу к финансиализации, подчеркивая связанные как с глобальной конъюнктурой, так и с ситуацией в конкретных странах факторы, которые влияют на повторное возникновение рисков для РПЭ после финансового кризиса. Эти возросшие риски обусловлены как внешними, так и внутренними факторами. К внешним факторам относится избыток глобальной ликвидности, в последнее время возросший из-за количественного смягчения в развитых странах, который в недостаточной степени уравновешивался ростом спроса из-за бюджетной экономии<sup>15</sup>. В РПЭ риски были обычно связаны с макрофинансовой политикой, игнорирующей важность внутреннего финансового регулирования и недооценивающей возможные пагубные последствия спекулятивных пузырей. Поэтому в этом разделе делается акцент на структуре портфельных потоков в качестве ориентира для оценки потенциальных рисков<sup>16</sup>.

В ходе последних десяти лет происходило существенное увеличение удельного веса частных негарантированных краткосрочных спекулятивных потоков во внешних портфелях многих более крупных РПЭ (диаграмма 2.3), а также во всех РПЭ вместе взятых, исключая страны, проиллюстрированные отдельно<sup>17</sup>. В диаграмме 2.3 прослеживается динамика более спекулятивных потоков капитала по отношению к общему притоку как доле ВВП: это различие включает по большей части долгосрочные или гарантированные государством ссуды институтам государственного сектора и прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Разумеется, для столь разнородной группы стран характерны значительные различия в первоначальных условиях, поведении и других факторах. Например, Чандрасекар (Chandrasekhar, 2015) подчеркивает влияние предыдущих и недавних финансовых кризисов

на направленность политического реагирования стран. Характерным примером служит Индонезия, где восстановление регулирования и мер контроля за движением капитала в период после азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов помогает объяснить, почему приток капитала не восстановился вплоть до середины 2000-х годов. Другой пример – пример Аргентины, где сумма чистого притока капитала оставалась умеренной после кризиса 2001–2002 годов<sup>18</sup>. Другие авторы, например Галлахер (Gallagher, 2015), представляют карту международных финансовых норм регулирования в период после финансового кризиса 2008–2009 годов, обращая особое внимание на случаи Бразилии, Перу, Республики Кореи и Таиланда, которые осуществили соответственно меры второго и третьего поколений, меры ценового и тарифного контроля и меры валютного регулирования.

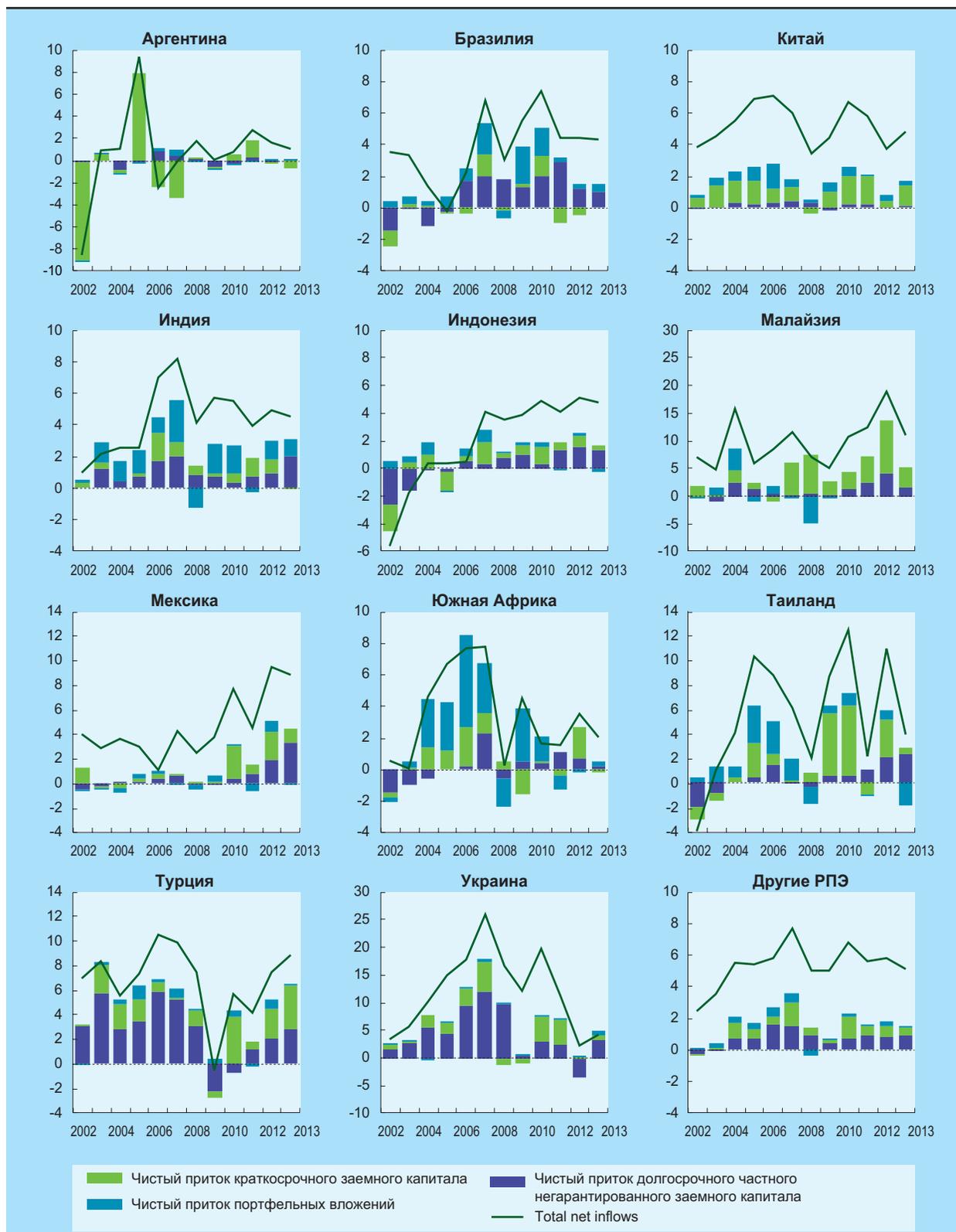
Несмотря на замечание о разнообразии этой группы стран, как видно на диаграмме 2.3, для них характерна большая доля обычно нестабильных или ненадежных потоков в общей сумме, что во многом способствует резким перепадам, иной раз драматичным. За период года – двух лет во всех этих странах размеры чистого притока изменялись более чем на 5% ВВП в одном из двух направлений, вероятно, в результате колебаний комбинаций потоков частного не гарантированного государством долга, краткосрочного долга и портфельного капитала (т.е. нестабильных потоков). В некоторых странах, таких как Турция и Южная Африка (а также Украина до кризиса 2012 года), такие нестабильные потоки представляли собой почти всю сумму притока, который в итоге мог составить довольно значительную величину, свыше 6% ВВП. Эти потоки еще больше в случае других стран, таких как Индия, Малайзия и Таиланд. В этой выборке стран только Индонезия, Китай и Мексика отражают ситуацию, в которой наибольшая часть притока могла не иметь краткосрочного или нестабильного характера. Отчасти это можно объяснить большей ролью регулирования в первых двух странах.

Такая динамика указывает на возрастание уязвимости РПЭ не только в силу масштабов этих потоков по отношению к ВВП, но и, в

Диаграмма 2.3

**СТРУКТУРА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА В НЕКОТОРЫХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ И СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ В 2002–2013 ГОДАХ**

(% ВВП)



Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных *IDS* Всемирного банка.

частности, из-за того, что некоторые рынки, такие как фондовые рынки, валютные рынки, и в ряде случаев даже рынки недвижимости, действуют в сферах, относительно закрытых для государственного регулирования. Эти рынки, как правило, нестабильны и связаны высокой корреляцией, что усугубляет возможность дестабилизирующих синхронных изменений. И хотя оценка емкости валютных рынков с точки зрения экономики одной страны затруднительна, показатели внутренней капитализации фондовых рынков красноречивы: по этой выборке РПЭ, представленной на диаграмме 2.3, внутренняя капитализация в целом велика, в некоторых случаях превышая 100% ВВП (Akyüz, 2014; Milken Institute, 2014b).

Во многих странах и в подгруппе РПЭ разница между всей суммой притока капитала и той его частью, которую составляют нестабильные потоки, включает ПИИ и непортфельные вложения в ценные бумаги (диаграмма 2.3). Производственные ПИИ, в особенности в промышленности, которые лежат в основе развития, способны вносить позитивный вклад в него<sup>19</sup>. Именно так обстоит дело в том случае, когда ПИИ в виде новых инвестиций поглощаются экономикой страны, принося полезный эффект. Однако данные по ПИИ в агрегированном виде следует толковать с осторожностью. Например, классификация ПИИ обычно оперирует с величиной доли собственности (10% или более, как в МФВ), а не ликвидностью инвестиций. Между тем финансовые инновации и углубление финансов приводит к повышению заметности высокой доли участия без существенных изменений ликвидности инвестиций. Другой пример то, что недвижимость – крайне ликвидный и волатильный сектор – в 2014 году привлекла большинство новых ПИИ и из 20 крупнейших их получателей все, за исключением четырех, были развивающимися странами<sup>20</sup>.

Кроме того, необходимо учитывать потенциальный размер выплат факторных доходов, связанных с ПИИ. В 2014 году объем глобальных доходов от ПИИ превысил объем всего притока ПИИ<sup>21</sup>. Страны – крупные получатели ПИИ могут испытывать такого рода нарушения стабильности платежного баланса, о которых говорилось выше, поскольку удержание траектории устойчивого роста требует получения

достаточных количеств иностранной валюты для покрытия внешних выплат, в частности в условиях крупного оттока прибыли (*ДТР за 1999 год*). В случае изменения притока ПИИ проблема покрытия даже скромной репатриации прибыли может быстро стать серьезной, особенно когда большая часть притока ПИИ состоит из реинвестированных доходов и может демонстрировать свойства потоков, скорее, портфельного, а не долгосрочного капитала (Kregel, 2014b)<sup>22</sup>.

Такая картина нестабильных потоков капитала перекликается с опытом многих развивающихся стран конца 1980–1990-х годов (как будет рассмотрено ниже). Хотя совокупная доля частного, краткосрочного и вкладываемого в фондовые ценности капитала по отношению к ВНД в настоящее время больше, чем в эти два десятилетия, в то время многие развивающиеся страны начали ориентироваться на эти формы финансирования, поскольку рынки заемного капитала практически полностью пересохли после долгового кризиса, разразившегося в 1982 году. В своем критическом анализе взаимодействия между потоками спекулятивного капитала и фондовыми рынками в развивающихся странах Сингх и Вайсе (Singh and Weisse, 1998) пришли к выводу, что вызванная этим волатильность, вероятность макрофинансовых шоков, неэффективное распределение ресурсов, а также серьезные сбои в достижении долгосрочных целей развития заставляют усомниться в том аргументе, что развивающимся странам следует обратиться к фондовым рынкам как способу мобилизации ресурсов для устойчивого развития.

В свете этого разбора волатильности, обусловленной структурой глобальных потоков капитала, вместе с анализом уязвимостей, связанных с платежным балансом стран, в этом разделе проводится тот тезис, что расширение нестабильных, краткосрочных и спекулятивных потоков представляет собой проблему, требующую решения для того, чтобы такое внешнее финансирование могло служить инструментом содействия развитию.

В следующем разделе рассматривается вопрос о проблемах и возможностях внутреннего макроэкономического регулирования.

## С. Макроэкономические издержки финансиализации

### 1. Последствия ничем не ограниченной финансовой интеграции для цен и политики

Помимо макрофинансовых рисков, показанных выше, нестабильный приток финансового капитала в РПЭ оказывает воздействие на ключевые цены, такие как валютные курсы, и одновременно сужает пределы денежной и бюджетной политики. Концепция так называемого ограниченного платежным балансом роста дает подход к пониманию мириада связей и причинно-следственных отношений между притоком внешнего капитала и экономическим ростом. Она основана на той посылке, что для достижения устойчивого роста необходимо устойчивым образом балансировать импорт и чистые выплаты факторных доходов с экспортом<sup>23</sup>. Например, размеры дефицита по текущим операциям или внешнего долга по отношению к внутренним доходам могут ограничивать пути достижения стабильного роста. Директивные органы могут изменять этот курс, либо сокращая внутренние расходы и, следовательно, импорт, либо поддерживая инвестиции, которые создают предпосылки для опережающего роста выпуска, например на основе форсирования экспорта (Moreno-Brid, 1998). В ином случае в соответствии с этим подходом конъюнктура международных финансовых рынков может определять масштабы возможного внешнего финансирования, что, в свою очередь, влияет на импорт и вложения в основной капитал, которые в конечном счете определяют торговый баланс и траекторию роста (Barbosa-Filho, 2001).

Эти связи, возможно, очевиднее всего прослеживаются в том, как финансовые потоки в сочетании с мерами денежно-кредитной политики влияют на цены. Воздействие на

реальный валютный курс в целях поддержания конкурентоспособности и стимулирования экспортного производства представляет собой серьезную задачу для директивных органов РПЭ. Чрезмерное занижение номинального валютного курса будет чаще всего усиливать инфляцию внутренних цен в силу более высокой стоимости импортных инвестиционных и потребительских товаров. Наоборот, завышенный рост номинального валютного курса, когда он не компенсируется в достаточной степени снижением инфляции в стране, может создать тенденцию роста реального валютного курса, который оказывает длительное воздействие на счет текущих операций. Лавирование между этими ограничениями – непростая задача политики центрального банка в развивающихся странах.

Интервенции на валютных рынках в целях недопущения удорожания своей валюты ведут к экспансии денежной массы, которую центральные банки пытаются стерилизовать, продавая государственные ценные бумаги на рынке ссудного капитала. Однако нет полной гарантии, что итогом этих операций станут стабильные процентные ставки, соответствующие реальному спросу: как правило, процентная ставка оказывается завышенной, а потом сразу резко падает. Рост процентных ставок оказывает повышательный нажим на валютный курс, поскольку иностранные инвесторы реагируют на него валютным арбитражем. Даже если предположить, что регулирование валютного курса и накопление резервов могут быть полезны в условиях притока капитала, часто такая политика несимметрична. Регулирующим органам сложнее купировать обратный отток капитала. Использование крупных сумм резервов для удовлетворения спроса на иностранную валюту чревато тем риском, что это в конечном счете опустошит казну<sup>24</sup>. Чаще всего прибегают к

операциям на рынке ссудного капитала, нацеленным на повышение процентной ставки.

Независимо от участия центрального банка в прямом регулировании валютного курса, если в своих действиях он руководствуется правилом узкого таргетирования, возникнет тенденция номинального удорожания (подробное объяснение см. Barbosa-Filho, 2012). Как правило, системы инфляционного таргетирования должны соответствовать узким монетаристским представлениям о существовании внешнего предложения денег и его воздействии на инфляцию. Таким образом, после скачков притока капитала органы денежно-кредитного регулирования могут решить, что теперь важнее всего предотвратить раскручивание инфляционной спирали в результате роста денежной массы. Однако отток капитала, ведущий к снижению валютного курса, может также спровоцировать инфляционный нажим по каналу импортных цен. В ситуации инфляционного таргетирования независимо от источника инфляционного нажима важнейший способ обуздания инфляции – регулирование процентных ставок, что зачастую приносит с собой повышательный нажим на валютный курс. Если это воздействие сильнее, чем предполагаемое воздействие снижения темпов инфляции, происходит повышение реального валютного курса, что может вызвать валютный кризис в случае существенного ухудшения состояния текущего счета. Собственно говоря, высокие процентные ставки оказывают извращенное воздействие на формирование цен, поскольку производители стремятся переложить возросшие издержки заимствования на потребителей, повышая цены (Lavoie, 2001). Дестабилизирующее воздействие движения спекулятивного капитала на номинальные валютные курсы в сочетании с режимами инфляционного таргетирования, нацеленным на высокие процентные ставки, может не только создать проблемы краткосрочного плана в сфере платежного баланса, вызванные завышением и последующей коррекцией процентных ставок: в долгосрочном плане оно способно также найти свое выражение в замедлении роста, поскольку реальный валютный курс чаще всего остается высоким, что должно предотвратить финансовые шоки со всеми их отрицательными последствиями для текущих операций (Frenkel and Rapetti, 2009).

На диаграмме 2.4 проиллюстрированы некоторые из упомянутых взаимодействий между потоками капитала, валютными курсами и краткосрочными ключевыми ставками для тех же стран, которые показаны на диаграмме 2.3. В некоторых случаях указывавшееся воздействие внешнего капитала на макроэкономическую среду представляется совершенно очевидным. Рост притока капитала сверх необходимого для финансирования реального спроса, как правило, оказывает повышательный нажим на валютный курс. Это влияние может быть усилено в ходе бумов сырьевых цен для нетто-экспортеров сырья. Бразилия, Малайзия, Украина и в некоторой степени Индия, по-видимому, служат примерами такой зависимости, в то время как Китай стал исключением, поскольку здесь государству удалось добиться последовательного повышения валютного курса. Во всей группе РПЭ эта связь прослеживается достаточно хорошо, несмотря на высокий уровень агрегирования. В других случаях (в Турции и Южной Африке) корреляция прослеживается только по некоторым годам, в то время как в Таиланде колебания валютного курса, по-видимому, связаны с темпами притока капиталов в среднесрочном плане, в то время как интервенции Центрального банка проявлялись в краткосрочной перспективе. Аргентина показывает последовательное снижение курса национальной валюты в номинальном выражении, которое не было вызвано движением капитала (которое оставалось ослабленным), а скорее отражало темпы инфляции и проактивное регулирование валютного курса. В этих более неоднозначных случаях представляется, что другие факторы, в том числе определенная степень проактивного государственного регулирования, возможно, стали причиной колебаний валютного курса. Как отмечалось выше, Индонезия на протяжении нескольких лет сохраняла те или иные режимы регулирования валютного курса, в то время как возобновление притока капитала, по-видимому, стало реакцией на сырьевой бум, начавшийся в 2003–2004 годах.

Обычно корреляция между потоками капитала и циклами валютного курса более рельефна в краткосрочной перспективе. Так, в середине 2003 года после объявления Федеральным резервом Соединенных Штатов о том, что он

Диаграмма 2.4

**ЧИСТЫЙ ПРИТОК КАПИТАЛА, НОМИНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ КУРСЫ  
И НОМИНАЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ В НЕКОТОРЫХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ  
СТРАНАХ И СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ В 2002–2013 ГОДАХ**



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных Всемирного банка *IDS*; МВФ, *World Economic Outlook*, April 2015; а также МВФ, *International Financial Statistics*.

уменьшит темпы количественного смягчения, во многих рассмотренных здесь странах произошёл резкий разворот движения капитала. За этим последовало резкое падение курсов валют, и в некоторых странах для того, чтобы остановить такой поворот, потребовались конкретные ответные меры денежной политики. В свете такого опыта обоснованы опасения, что нестабильность такого рода а, возможно, и еще больших масштабов появится после ужесточения денежно-кредитной политики Соединенных Штатов. Некоторые краткосрочные меры реагирования денежно-кредитной политики на изменения движения капитала прослеживаются в ежегодной динамике, показанной на диаграмме 2.4, где за замедлением темпов притока капитала следовал рост процентных ставок – динамика, которая быстро менялась на обратную. В этих случаях колебания процентных ставок могут быть резкими на годичных отрезках. Такая волатильность способна подрывать финансовую стабильность и условия воспроизводства для долгосрочных вложений в реальный сектор. Вдобавок к этому из-за того, что высокие процентные ставки часто оказываются недостаточно действенными или могут даже препятствовать усилиям по контролю над инфляцией, вызванная этим тенденция роста реального валютного курса окажет длительное воздействие на текущий счет.

Итак, представляется, что для большинства стран, показанных на диаграмме 2.4, а также для многих других стран глобализация финансов имеет отрицательные последствия из-за извращенного влияния на валютные курсы, а также нестабильных и зачастую высоких процентных ставок. В некоторых странах уменьшению таких последствий, возможно, способствовала та или иная степень контроля за движением капитала (Gallagher 2015; Ostry et al. 2010).

Валютные курсы, платежные балансы и денежно-кредитная политика – наиболее часто обсуждаемые аспекты макроэкономических последствий финансовых потоков. Вместе с тем финансовая глобализация может также оказывать общее дефляционное воздействие на экономику стран, отчасти в результате тех ограничений, которые открытый счет движения капитала налагает на бюджетно-финансовую политику (Patnaik and Rawal, 2005; Patnaik 2006)<sup>25</sup>. Как отмечалось выше, в обстановке,

характеризующейся свободными и обычно нестабильными финансовыми потоками, директивные органы уступают контроль за внутренними процентными ставками с тем результатом, что устанавливаемая ставка, как правило, выше той, которая необходима для поддержки производственного накопления в стране, подавляя экономическую активность и снижая ВВП. Кроме того, финансовая глобализация и открытый счет движения капитала оказывают макроэкономический нажим, который, как правило, ограничивает бюджетную политику. Политика вмешательства и бюджетной экспансии независимо от того, насколько она важна для развития, может вызывать озабоченность с точки зрения международных финансов. Проистекают ли эти настроения от опасений разбухания долга или неконтролируемой инфляции или же от желания расширить сферу деятельности частных инвесторов, ограничив сферу действий государственного сектора, или же лишь от несогласия с проактивной ролью государственного сектора – результат чаще всего бывает одинаков: директивные органы начинают опасаться, что государственные расходы могут отпугнуть финансовый капитал (Krugman, 2000; Patnaik, 2006). Недавние дискуссии о бюджетном аскетизме и росте отражают как эту обеспокоенность, так и широкое распространение той идеи, что государственные дефициты и долг однозначно плохи для роста, даже если эмпирические данные показывают обратное (Herndon et al., 2013)<sup>26</sup>. Что касается стороны поступлений, то налоговые доходы могут снижаться по двум взаимосвязанным причинам: во-первых, из-за падения экономической активности, связанного с ослаблением государственного стимулирования, а также, во-вторых, из-за сохраняющихся требований предоставления международным инвесторам льготных налоговых ставок, поскольку в ином случае они уйдут куда-то еще. Из этого выводится необходимость уменьшения активности государства, что прямо снижает национальный доход в результате ограничения государственных расходов, а также косвенным образом снижает производительный потенциал, ограничивая все государственные инвестиции в физический и человеческий капитал, который поддерживают частные инвестиции и рост производительности труда.

Кроме того, открытость счета капитала, существенно меняя относительные цены и структуру спроса, также может оказывать более долгосрочное воздействие, в том числе путем создания в РПЭ тенденций деиндустриализации. При снятии этого риска важно учитывать взаимодействие между либерализацией счета движения капитала и текущего счета и ее последовательности. Таков был, в частности, опыт некоторых стран Латинской Америки и Африки к югу от Сахары (в некоторых из них восходящий еще к концу 1980-х годов), где дерегулирование счета движения капитала, которое на первом этапе привело к массовому притоку капитала и повышению курса национальной валюты, происходило одновременно с повышением открытости в торговле. Снижение затрат и расширение номенклатуры промышленного импорта дало выигрывать потребителям и открыло возможности импорта производственных ресурсов; однако эти же факторы также сбивали относительные цены «торгуемых» товаров и услуг (как импортируемых, так и экспортируемых), подавляя норму прибыли и заработную плату внутри страны и снижая внутренние инвестиции и занятость.

Недавние эмпирические данные показывают, что в странах с менее развитой обрабатывающей промышленностью такая ситуация может вести к выбиванию местной производственной базы (*ДТР за 2003 год*, Rodrik, 2015)<sup>27</sup>. Это означает утрату возможностей роста и развития занятости более высокого качества, поскольку промышленный рост необходим и для того, и для другого. И в самом деле, в таких случаях происходил рост часто неформальной занятости в секторе услуг с более низкой производительностью труда.

Таким образом, финансиализация и либерализация счета движения капитала, а также рост процентных ставок, которых они часто требуют для поддержания стабильности, подрывают внутренние инвестиции и способность государства поддерживать их независимо от любого возможного притока или оттока капитала (Patnaik and Rawal, 2005; Kregel, 2014c). Приток или отток капитала может оказывать отрицательное влияние на индустриализацию и развитие разными путями. Как указывалось выше, приток капитала подталкивает вверх реальный валютный курс и повышает

преимущественное значение краткосрочной прибыли на спекулятивных рынках по сравнению с долгосрочными проектами, укрепляющими производственную базу (Patnaik, 2003). Это затрудняет такие структурно-трансформирующие инвестиции, которые необходимы для развития. С другой стороны, внезапное прекращение или обращение вспять притока капитала может превратить дефляционные тенденции в падение производства и кризис, чреватый большими издержками для реальной экономики и населения и низводящий финансовую политику до роли обслуживания долга, а не поддержки развития. В следующем разделе с привлечением истории финансовых кризисов в РПЭ рассмотрены последствия такой чрезмерной открытости к спекулятивному финансированию.

## 2. *Изучение опыта прошлого: финансы государственного сектора и экономическое развитие после финансовых кризисов*

Как отмечалось выше, финансовая либерализация и дерегулирование открывают дверь для скачкообразного роста притока капитала, а также внутреннего кредитования, повышая вероятность образования пузырей на фондовых рынках и рынках недвижимости. Такой крупный приток часто усиливается в силу характера приспособления бюджетной и денежно-кредитной политики к ожиданиям инвесторов. Последующее нарастание финансовой уязвимости, обусловленное крупными частными спекуляциями и рискованными операциями, нередко быстро перерастает в кризис, оказывающий большие негативные реальные последствия и вызывающий резкий рост государственного долга. В таблице 2.1 перечислены страны и даты их валютных и банковских кризисов и кризисов суверенного долга, сгруппированные по четырем выделенным волнам финансовых кризисов: несколько долговых кризисов конца 1980-х годов, мексиканский кризис 1994–1995 годов и его так называемые «эффекты текилы», азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов и цепная реакция на него в странах за пределами Азиатского региона<sup>28</sup>.

Это – не полный перечень всех финансовых кризисов, которые произошли в эти периоды, а скорее представительная выборка, составленная исходя из наличия данных и основных тем.

Почти всем кризисным эпизодам из этого списка (31 из 33) предшествовало «золотое дно притока капитала», понимаемое как необычно большой нырок сальдо по текущим операциям<sup>29</sup>. Аналогичным образом внутренние кредитные бумы предшествовали кризису почти в 75% случаев (в 24 из 33 эпизодов в списке). В этой таблице под минимальным реальным ростом душевого ВВП понимаются минимальные темпы роста в течение четырех лет с начала кризиса (включая кризисный год, в качестве которого взят первый год, в который начался кризис любого из этих трех видов, который обозначается как время  $T$ ). Ее цель – сделать выводы, пусть даже приближенные, в отношении потерь выпуска в результате этих кризисов. Последние два столбца показывают издержки финансовых кризисов в плане роста государственного долга как по отношению к внутренним, так и по отношению к внешним кредиторам. Сопоставление государственного долга как доли ВВП за год до начала финансового кризиса ( $T-1$ ) и через два года ( $T+2$ ) по всей группе перечисленных в таблице кризисов показывает медианное (среднее) увеличение всего валового государственного долга на 85,49% (124,3%), в то время как медианный (средний) рост внешнего государственного долга составляет 42% (60,5%) Любопытно отметить, что, хотя бюджетные просчеты – это часто звучащий рефрен разбора финансовых кризисов представителями доминирующей экономической теории, государство платит за разбитые горшки частного сектора, включая все связанные с этим издержки (например, национализацию частного долга, рекапитализацию банков, а также влияние девальвации валюты на объем обязательств в иностранной валюте), которые ведут к росту государственного долга.

#### а) Уроки 1980-х годов

Латиноамериканский долговой кризис 1980-х годов застал многих инвесторов и аналитиков врасплох<sup>30</sup>. Мир не переживал крупного финансового кризиса с 1930-х годов, сырьевые цены были высокими, а реальные процентные

ставки – низкими. Получив огромные суммы нефтедолларов, многие банки развитых стран предоставили финансирование (преимущественно частным) заемщикам в развивающихся странах в качестве альтернативы блеклым инвестиционным возможностям у себя дома. То обстоятельство, что за функционированием кредитов (а не облигационных займов) следили банки, должно было повысить прозрачность и контроль, усилив общее чувство уверенности и оптимизма, доминировавшее в тот период (Reinhart and Rogoff, 2009). Многие развивающиеся страны использовали эти средства для преодоления шоков нефтяных цен, поддерживая рост в условиях нагромождающихся трудностей в сфере платежного баланса; даже нефтеэкспортеры прибегали к крупным заимствованиям, привлеченные международными кредиторами, желавшими предоставлять займы (Palma, 2003). На уровне политики ряд латиноамериканских стран, особенно страны Южного конуса (Аргентина, Уругвай и Чили), провели в 1970-х годах финансовое дерегулирование и либерализацию торговли.

Начиная с 1979 года произошел ряд глобальных экономических шоков, связанных со скачками реальных процентных ставок. Они были следствием усилий Соединенных Штатов по обузданию инфляции, усилившейся рецессии в развитых странах, а также падения нефтяных сырьевых цен. В результате оптимизм быстро уступил место панике. Отключение кредитования, кризисы платежных балансов и девальвации, последовавшие за этим, привели к каскаду дефолтов (неполный перечень см. в таблице 2.1). В ответ на появление тревожного призрака массовых банкротств латиноамериканские правительства национализировали частный в своей основной массе долг при реструктуризации и обслуживании оркестрированными международными финансовыми институтами на условиях выполнения программ стабилизации и структурной перестройки (Díaz-Alejandro, 1985; Younger, 1993; Damill et al., 2013).

Бросая ретроспективный взгляд на этот период, можно выделить несколько причин критического отношения к выбору внутренней политики, такой как либерализация внутренних финансовых рынков без установления надлежащего контроля, или недооценке пагубных

Таблица 2.1

ПЕРИОДЫ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ, ПОТОКИ КАПИТАЛА И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ

Страна	Валютный кризис (год)	Кризис суверенного долга (год дефолта)	Банковский кризис (первый год)	Золотое дно притока капитала	Внутренний кредитный бум	Минимальный ежегодный реальный душевой прирост ВВП	Изменение совокупного валового государственного долга как доли ВВП	Изменение валового внешнего государственного долга как доли ВВП
						(%)	(%)	(%)
<b>Долговой кризис 1980-х годов</b>								
Аргентина	1981	1982	1980	x		-7,1	417,7	53,4
Чили	1982	1983	1981	x	x	-11,7	161,7	106,9
Мексика	1982	1982	1981	x	x	-6,1	95,7	117,9
Уругвай	1983	1983	1981	x	x	-10,9	378,5	302,9
Колумбия	1985		1982	x	x	-1,3	71,1	35,2
Эквадор	1982	1982	1982	x		-2,9	60,5	16,0
Парагвай	1984	1982		x		-5,9	78,7	35,5
Турция			1982	x	x	1,2	83,1	32,7
Венесуэла (Боливарианская Республика)	1984	1982		x		-6,3	95,2	62,1
Бразилия		1983		x	x	-5,6	12,7	39,7
Перу	1981		1983	x	x	-12,5	127,6	73,4
Филиппины	1983	1983	1983	x	x	-9,8	n.a.	34,2
Аргентина	1987		1989	x		-8,8	111,4	87,7
Перу	1988			x	x	-14,2	146,8	68,7
Венесуэла (Боливарианская Республика)	1989			x	x	-10,9	43,9	8,8
Бразилия			1990		x	-5,9	191,1	32,1
Медиана по группе						-6,7	95,7	46,6
<b>Текиловый кризис</b>								
Мексика	1995		1994	x	x	-7,6	26,4	47,0
Аргентина			1995	x	x	-4,1	14,5	41,3
Медиана по группе						-5,9	20,5	44,2
<b>Азиатский финансовый кризис</b>								
Индонезия	1998	1999	1997	x	x	-14,4	246,0	100,9
Республика Корея		1998	1997	x	x	-6,4	278,8	65,3
Малайзия	1998		1997	x	x	-9,6	7,1	38,1
Филиппины	1998		1997	x	x	-2,7	10,4	42,5
Таиланд	1998		1997	x	x	-11,5	597,7	28,0
Медиана по группе						-9,6	246,0	42,5
<b>Цепная реакция после азиатского финансового кризиса</b>								
Колумбия			1998	x	x	-5,8	117,5	20,8
Эквадор	1999	1999	1998	x	x	-6,6	49,9	28,9
Российская Федерация	1998	1998	1998	x		-5,1	39,5	96,4
Украина	1998	1998	1998	x			70,0	n.a.
Бразилия	1999			x		-1,2	-15,2	46,1
Турция	2001		2000	x	x	-7,1	144,4	35,1
Аргентина	2002	2001	2001	x	x	-11,7	208,1	149,9
Парагвай	2002					-2,0	-3,3	18,5
Уругвай	2002	2002	2002	x	x	-7,8	88,6	60,7
Венесуэла (Боливарианская Республика)	2002			x	x	-10,5	22,5	10,1
Медиана по группе						-6,2	60,0	35,1

**Примечание:** Показанные в таблице страны и кризисы: Страны перечислены в порядке следования первых лет кризиса трех указанных в таблице видов, обозначаемых как время T, а затем по алфавиту; источники данных о валютных, долговых и банковских кризисах – Laeven and Valencia, 2008.

**Золотое дно притока капитала:** Знак «x» обозначает, что имел место феномен золотого дна притока капитала в любой год из трех лет, предшествовавших времени возникновения самого раннего кризиса; источник: Reinhart and Reinhart, 2008.

**Внутренний кредитный бум:** Знак «x» обозначает, что был выявлен внутренний кредитный бум, предшествовавший времени T, в одном из трех источников: Aregan et al., 2015; Elekdog and Wu, 2011, или Takáts and Uper, 2013.

**Минимальный реальный прирост душевого ВВП:** Под этим понимается минимальный ежегодный рост в течение четырех лет после начала кризиса (т.е. диапазон составляет от времени T до времени T+3); источник: база данных World Development Indicators Всемирного банка.

**Государственный долг:** Совокупный валовый государственный долг включает как внутренний, так и внешний долг. Совокупный валовый внешний государственный долг включает все внешние долги как государственного, так и частного сектора. Изменения в процентах основаны на расчетах секретариата ЮНКТАД; источник: Reinhart and Rogoff, 2010a, за исключением данных по Украине, которые взяты из de Bolle et al., 2006, а изменения в процентах основаны на расчетах секретариата ЮНКТАД изменений между (T-1) и (T+2).

последствий роста реального валютного курса в условиях либерализации торговли. Однако внутренняя политика и структура экономики РПЭ варьировались в гораздо большей степени, чем на это обычно обращают внимание критики. Например, некоторые правительства придерживались относительно интервенционистских моделей экономической политики (например, в Бразилии), в то время как другие в большей степени ориентировались на рыночные реформы, включая финансовую либерализацию (например, в Аргентине, Уругвае и Чили). В третьей группе стран была проведена либерализация операций с капиталом, однако были введены ограничения на доступ частного сектора к внешнему финансированию (например, в Мексике и Боливарианской Республике Венесуэле) (Díaz-Alejandro, 1984). Что объединяло эти страны, так это одинаковые внешние условия воспроизводства, которые создавали феномен «золотого дна притока капитала» в докризисные годы, последующее нарастание финансовой уязвимости, а затем неизбежный крах, наступавший после общих экономических шоков (Stiglitz, 2003)<sup>31</sup>. Прямые и подразумеваемые государственные гарантии частного долга после этого трансформировали кризисы в проблемы суверенного долга.

Что вполне предсказуемо, в свете доминирующей экономической парадигмы этой эпохи первые экономические модели, которые выросли из опыта долговых кризисов 1980-х годов, были нацелены главным образом на решение проблемы «бюджетной устойчивости» и того, как бюджетные дефициты и политика экспансии, например, вызывают уязвимость экономики для спекулятивных атак в условиях режимов, по сути дела, фиксированных валютных курсов (например, Krugman, 1979; Obstfeld, 1994). Соответственно, просчеты государства могут повлечь за собой потерю доверия инвесторов, вызывая «самоисполняющиеся пророчества», поскольку опасения инвесторов питают ослабление валюты, которое, собственно, и вызвало у них тревогу (Krugman, 2014). Сложилось мнение, что в такой ситуации надо навести порядок в финансовых делах страны и позволить рынкам сделать все остальное (Calvo, 2005). Это мнение также получило отражение в

экономических рецептах, связанных со структурной перестройкой, которые устанавливали приоритет обслуживания долга и требовали либерализации и приватизации.

#### *b) Возвращение потоков капитала в Латинскую Америку*

В 1989 году Мексика подписала с правительством Соединенных Штатов «план Брейди», нацеленный на дальнейшее продвижение рыночных реформ и разгрузку долгового бремени путем конверсии государственного долга в облигационные займы, обеспеченные казначейскими векселями Соединенных Штатов. Ряд других стран, задетых долговым кризисом 1980-х годов, вскоре последовали примеру Мексики. Это обозначило начало, в частности в Латинской Америке, эпохи, в которую вашингтонский консенсус по экономической политике во многом доминировал в осмыслении того, как регулировать глобальную интеграцию и внутреннюю экономику, включая прочный курс на финансовую либерализацию и приватизацию (Damill et al., 2013). Эти реформы и реструктуризации долга сняли часть проблем, связанных с бюджетной задолженностью, провозглашенной ключевой ошибкой политики 1980-х годов, и вновь открыли для стран-должников доступ к международному капиталу.

Привлекаемые относительно высокими нормами прибыли и испытывавшие оптимизм благодаря внутренним реформам политики и перспективам успешного завершения переговоров о заключении Североамериканского соглашения о свободной торговле (САССТ) портфельные инвесторы ринулись в Мексику, вызвав бум внутреннего кредита (чему способствовала приватизация коммерческих банков) и фондовых курсов, однако это мало способствовало повышению реального роста ВВП (Grabel, 1996). В 1994 году рост процентных ставок в Соединенных Штатах, а также ряд дестабилизирующих политических событий положили конец «золотому дну притока капитала» и потребовали задействования резервов для финансирования значительных дефицитов по текущим операциям (Moreno-Brid and Ros, 2004). Международные инвесторы стали озабочены тем, что курс мексиканской

валюты, по существу привязанный к доллару Соединенных Штатов, обречен на девальвацию. Как обычно происходит с такими самораскручивающимися кризисами, последовавший затем отток капитала вызвал валютный кризис, которого опасались инвесторы. В предкризисный период возросший упор Мексики на использование выраженных в долларах долговых инструментов, или «тесобонос», привнес дополнительные риски, усилив среди инвесторов опасения дефолта и кризиса (Lustig, 1995). Администрация Клинтона помогла составить пакет срочных мер по выходу из кризиса, приоритет в которых отдавался погашению облигаций и проведению неолиберальных реформ (FitzGerald, 1996; Grabel, 1996).

Мексиканский кризис создал девальвационный нажим среди ряда других развивающихся рынков, поскольку встревоженные инвесторы провели переоценку рисков в условиях фиксированных валютных курсов (так называемый «эффект текилы»). Его наиболее чувствительное воздействие ощутила Аргентина. В начале 1991 года в Аргентине был создан режим валютного управления, предусматривавший фиксированную привязку ее валюты к доллару Соединенных Штатов и полное покрытие денежной массы валютными резервами (эта система просуществовала до 2001 года, когда кризис, вызревавший с ее помощью, наконец разразился). Хотя этот режим показал свою эффективность как средства ограничения высокой инфляции, либерализация торговли и финансов привела к повышению реального валютного курса, повысив дефициты по текущим операциям и внешний долг (Damill et al., 2013). Когда грянул мексиканский кризис, Аргентина также столкнулась с внезапным оттоком капитала, главным образом с депозитов резидентов в банках страны. Нажим на аргентинские банки оказался слишком сильным, вынудив правительство заключить в 1995 году с МВФ соглашение о комплексе мер по преодолению кризиса. Поддержка со стороны МВФ, которая была поставлена в зависимость от ужесточения правительством своей бюджетной политики путем повышения налогов, открыла дорогу значительному внешнему финансированию государственного долга (Calcagno, 1997; Boughton, 2012). Бразилия избежала сходной

судьбы во многом благодаря повышению краткосрочных процентных ставок, создавших другие уязвимости (например, постоянно высокие процентные ставки, в том числе по государственному долгу), вызвавшие кризис еще до конца того же десятилетия (Palma, 2011).

Хотя эти кризисы были ограниченными по масштабам и относительно короткими, они не согласовывались с некоторыми традиционными постулатами об определяющей роли фундаментальных факторов и либерализации, а также поставили под сомнение репутацию некоторых «отличников», которые в своей политике следовали таким рекомендациям (Boughton, 2012: 487–488). Были предприняты определенные усилия, призванные показать, что недостаток внутренних сбережений в неполной мере признается как фактор уязвимости, однако азиатский финансовый кризис, ударивший через пару лет по странам, у которых норма накопления как раз была очень высока, вскоре показал ошибочность такой аргументации (Calvo, 2005). Дольше просуществовавшее иное объяснение, ставшее расхожим неолиберальным дискурсом в духе «исключительности», возлагало вину за кризис только на мексиканское правительство, допустившее экономические просчеты, политический волюнтаризм и коррупцию (Grabel, 2006). Отголоски такой аргументации будут появляться и в более поздних попытках объяснить азиатский финансовый кризис.

### *с) Азиатский финансовый кризис и последующий период*

Если мексиканский кризис застал многих врасплох, то азиатский финансовый кризис стал настоящим шоком. Многие макроэкономические фундаментальные параметры региона казались вполне здоровыми: темпы роста и нормы накопления были высокими, а из-за осторожной в целом бюджетной политики большая часть долга приходилась на частных заемщиков. В 1996 году, за год до кризиса, дефициты Малайзии и Таиланда по текущим операциям были достаточно велики<sup>32</sup> и общий рост в регионе несколько снизился, однако ни то, ни другое на самом деле не оправдывало той крайней тревоги и вызванных ею неурядиц, которые вскоре последовали (Krugman, 1999).

Как и в случае других кризисов, дорогу к азиатскому финансовому кризису проложила финансовая либерализация как операций с капиталом, так и внутренних финансовых рынков (Montes, 1998). Эти реформы отчасти стали реакцией на нажим со стороны отечественных фирм и банков, желавших получить доступ к более дешевым кредитам на глобальных рынках капитала для инвестирования у себя дома, а крупные институциональные инвесторы развитых стран были готовы предложить свои услуги (Wade, 1998). Правительства стран Юго-Восточной Азии уступили такому нажиму, а в ряде случаев у них самих появился свой интерес в том, чтобы допустить разрастание пузырей на рынке недвижимости (Wade, 2004)<sup>33</sup>. Результатом этого на практике стал массовый рост частного кредитования, во многом привязанного к краткосрочным выраженным в твердой валюте долговым инструментам (Grabel, 1999). В то же время приток капитала повлек за собой рост инфляции и реальное укрепление национальной валюты, что вело к потерям международной конкурентоспособности и ухудшению состояния текущих операций (Chandrasekhar and Ghosh, 2013). В свете этих изменений еще больше инвесторов вышли на рынок недвижимости и фондовый рынок, где раздувался спекулятивный пузырь, особенно в Юго-Восточной Азии. В условиях растущих признаков вялой конъюнктуры на рынках активов Таиланда к 1995 году, а также начавшегося отлива глобального капитала из развивающихся рынков после того, как Федеральный резерв Соединенных Штатов поднял процентные ставки в марте 1997 года, инвесторы стали все больше беспокоиться о том, что фиксированный курс таиландской валюты не устоит (Wade, 1998). Таиландский центральный банк, безуспешно пытавшийся защитить, используя свои резервы, бат от спекулятивных атак, в итоге пошел в июле 1997 года на введение плавающего курса. Последующее ослабление бата отпугнуло инвесторов, вызвав цепную реакцию сначала в соседних странах Юго-Восточной Азии (Индонезии, Малайзии и Филиппинах), а затем в Гонконге (Китай), Республике Корея и провинции Китая Тайвань<sup>34</sup>. МВФ быстро принял меры для того, чтобы помочь сдержать кризис, продвигая программу, которая после этого была подвергнута критике из-за того, что она, возможно, усилила цепную

реакцию и углубление кризиса (Radelet and Sachs, 2000), а также была чересчур амбициозна в навязывании рыночных структурных реформ (Crotty and Lee, 2004; Stiglitz 2002).

За пределами Азии Российская Федерация оказалась следующей страной, вовлеченной в кризис. Вскоре после либерализации финансов и предоставления иностранному капиталу более широких возможностей участия на ее фондовых рынках и рынках государственных облигаций Российская Федерация столкнулась со все более массовым разворотом притока капитала на развивающиеся рынки – который в случае Российской Федерации начался с ухода инвесторов из Бразилии и Республики Кореи в ситуации начавшегося азиатского финансового кризиса (Pinto and Ulatov, 2010). Снижение сырьевых цен еще более подорвало возможности Российской Федерации защитить фиксированный курс своей валюты, что привело к девальвации и дефолту 1998 года. Крупные потери частного сектора (как внутри страны, так и среди международных инвесторов), вызванные российским кризисом, привели к внезапной остановке притока капитала в Латинскую Америку, вызвавшей серию финансовых кризисов и снижение роста, что получило название «потерянного пятилетия» 1998–2002 годов (*ДТР за 1999 год*; Calvo and Talvi, 2005).

Опыт Аргентины и Бразилии иллюстрирует эту динамику и ее связь с факторами уязвимости, которые обнаружили предыдущие кризисы. В Бразилии система государственного финансирования была существенно ослаблена ее усилиями по преодолению «текилового кризиса», когда помимо повышения процентных ставок перестройка банковского сектора перегрузила на государство массу дополнительного долга. В ситуации экономического замедления и крайне высоких процентных ставок в 1994–1998 годах внутренний государственный долг взмыл вверх, а процентные выплаты по нему составили 3,4% ВВП в 1994 году и 7,3% ВВП в 1998 году (*ДТР за 1999 год*; Sainz and Calcagno, 1999)<sup>35</sup>. Защита валютной привязки в условиях внезапного прекращения притока капитала и недостаточности резервов быстро оказалась невозможной, и в 1999 году последовал валютный кризис с девальвацией. В Аргентине с ее нереалистичным курсом национальной валюты

любой экономической рост увеличивал ее торговый дефицит, однако отсутствие роста вело к бюджетному дефициту: ни один из этих дефицитов не согласовывался с режимом конвертируемости. Такое противоречие можно было обойти до тех пор, пока продолжался приток внешнего финансирования. Однако, когда он остановился, жесткие меры бюджетной экономии и помощь МВФ не смогли предотвратить обвала экономики, массового изъятия депозитов и частичного дефолта по государственному долгу (Calcagno, 2003; Calvo and Talvi, 2005; Damill et al. 2013; Grabel, 2006). Среднегодовой рост реального душевого ВВП в Аргентине просел в ходе потерянного пятилетия до  $-4,2\%$  против  $0,2\%$  в среднем по Латинской Америке в целом<sup>36</sup>.

*d) Финансы государственного сектора в условиях финансовой либерализации и системного риска*

Этот краткий экскурс прямо указывает на возраставшую вероятность финансовых кризисов в РПЭ, проводивших либерализацию операций с капиталом и внутренних финансовых рынков, которая на первом этапе привела к взлету притока капитала, а затем – к внезапной остановке или откату, которые почти всегда следуют за ним<sup>37</sup>. И хотя выгоды «золотого дна притока капитала» возрастали в тандеме с политикой в духе свободного рынка, проводившейся в развивающихся странах, они по-прежнему в большой мере определялись обстоятельствами, выходящими за рамки контроля принимавших капитал стран, такими как изменение глобальных сырьевых цен или процентных ставок в Соединенных Штатах, либо психологическими или экономическими «эффектами домино», созданными кризисами в других странах. Эти внешние силы, взаимодействуя с внутренней макрополитикой и структурой, увеличивают общую уязвимость и риск. Однако внутренние факторы важны лишь тогда, когда они существуют в рамках более крупной глобальной финансовой системы, характеризующейся избытком ликвидности и недостатком макропруденциального регулирования, благодаря оптимизму, чрезмерной готовности инвесторов к риску и перекредитованности, которые предшествуют неизбежному краху – динамика,

которая эндемична для самой финансовой системы (Minsky, 1992).

Принятие риска, связанное с финансовой либерализацией, сначала ограничивающееся преимущественно частным сектором, затем становится проблемой государственного долга. Самые непосредственные причины этого связаны с прямыми и косвенными гарантиями, предоставленными государством в отношении частных обязательств, и с национализацией невозвратной частной задолженности. Однако финансовый кризис также систематически сокращает государственные доходы и богатство в силу влияния снижения валютного курса на государственные активы и обязательства, роста реальных процентных ставок, снижения реального выпуска, а также дополнительного заимствования, необходимого для преодоления последствий кризиса (de Bolle et al., 2006). Хотя суверенные дефолты – типичная примета финансовых кризисов в РПЭ, вопреки расхожей риторике в макроэкономике развития в проанализированных случаях крупный государственный долг чаще всего является не причиной, а следствием.

Даже в случае таких стран, как Аргентина, Мексика и Российская Федерация, где государственный долг был назван одной из важнейших причин финансовой уязвимости, из-за которой в 1990-х годах в этих странах разразился кризис, есть все основания для оговорок. В таблице 2.2 дан более пристальный анализ государственного долга по этим трем странам соответственно в докризисные и послекризисные годы. Под базисным уровнем понимается государственный долг по отношению к ВВП за три года до кризиса ( $T-3$ ), а под докризисным ростом – его процентное увеличение за три года, предшествовавших кризису. Для сравнения здесь также показан рост государственного долга после кризиса, представленный в таблице 2.1. Общий и внешний государственный долг по отношению к ВВП в случае Мексики до кризиса фактически снижался, в то время как уровень докризисного долга Российской Федерации и Аргентины в любом случае не предвещал последовавшего кризиса. Однако эти цифры не дают представления о том, каким образом из-за структуры государственного долга РПЭ оказываются более уязвимыми, чем можно предположить исходя из объема их долга (например, размера валютных обязательств и краткосрочных сроков погашения). Но даже в

Таблица 2.2

**ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ  
В МЕКСИКЕ, РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И АРГЕНТИНЕ**

(%)

Страна (год кризиса)	Совокупный валовый государственный долг как доля ВВП			Совокупный валовый внешний государственный долг как доля ВВП		
	Базисный уровень	Докризисный уровень	Послекризисный уровень	Базисный уровень	Докризисный уровень	Послекризисный уровень
Мексика (1994)	42,6	-29,2	26,4	37,3	-10,7	47,0
Российская Федерация (1998)	30,2	34,1	39,5	31,0	4,0	96,4
Аргентина (2001)	37,6	19,8	208,1	47,9	6,2	149,9

**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных Reinhart and Rogoff, 2010a.

**Примечание:** Под временем *T* понимается кризисный год. В столбцах показано следующее:  
*базисный уровень* – долг по отношению к ВВП в *T-3*;  
*докризисный рост* – изменение в процентах между *T-3* и *T-1*;  
*послекризисный рост* – изменение в процентах между *T-1* и *T+3*.

этом случае имеются аргументы, которые можно предложить в отношении соответствующей роли бюджетной расточительности и, наоборот, необходимости подчиняться правилам глобальных финансовых рынков.

### 3. Вырисовывающиеся потери: бюджетная политика, макроэкономическая политика и совокупный спрос

В этой главе показано, что подверженность воздействию нерегулируемых крупных финансовых потоков меняет макроэкономическую динамику таким образом, что это может привести к замедлению роста ВВП, а также к нестабильной внутренней динамике, отличающейся внезапными изменениями доходов и богатства между основными секторами (частным, государственным и внешним). Удобный способ изучения этих изменений и их связи с экономическим ростом – анализ по схеме «спросовых позиций» (см. Godley and Cripps, 1983; Godley and McCarthy, 1998; Taylor, 2001, 2006). Этот анализ вновь подтверждает кейнсианский принцип, согласно которому устойчивый рост требует постоянно растущих инъекций (которые в простых макроэкономических терминах включают частные инвестиции,

государственные расходы и экспорт) в поток доходов. Эти инъекции, в свою очередь, требуют устойчивого роста «изъятий» (измеряемых по склонности к сбережению, налоговой ставке и склонности к импорту), которые со временем обеспечивают финансовую стабильность, поскольку по мере кругооборота доходов происходит рост кредита. Таким образом, рост ВВП можно объяснить как рост, по стабильным нормам, инъекций по отношению к изъятиям, которые в конечном счете определяют финансовые трансферты между основными секторами. Отношение инъекций и изъятий получает название «позиции» и позволяет оценивать факторы спроса, так и финансовые остатки<sup>38</sup>.

Таким образом, полезный способ оценки изменений поведения – прослеживание динамики трех «позиций» (бюджетной, частной и внешней) по траектории роста. Каждая из этих трех «позиций» может фиксироваться по отношению к ВВП, чтобы определить, какие компоненты совокупного спроса вызывают сжатие, а какие – стимулирование экономики. Более слабая бюджетная позиция (снижение государственных расходов по отношению к налоговой ставке), более слабая частная позиция (снижение инвестиций по отношению к склонности к сбережениям) и более слабая внешняя позиция (снижение экспорта по отношению к склонности к импорту) отрицательно влияют на динамику роста и могут создавать

финансовые диспропорции, повышающие финансовую нестабильность.

Применяя эту схему к анализу кризисов, рассмотренных в предыдущем разделе и перечисленных в таблице 2.1, мы видим, что в двух третьих этих случаев ведущий источник спроса до кризиса переключался в сторону от внутренних позиций (частной и государственной), а после кризиса – в направлении внешней позиции<sup>39</sup>. Это отражает тенденцию перехода в послекризисный период внешних счетов в профицитную зону по мере исчерпания внутренних источников спроса. Начинают срабатывать вместе циклические эффекты и структурные тенденции. Либерализация текущих операций до кризиса в условиях притока финансового капитала и высокого курса национальной валюты создает условия для роста внутреннего спроса при значительных «изъятиях» импорта. После кризиса сжатие оплаты труда и снижение прибыли вместе с финансовым сжатием и ростом процентных ставок привлекают приток капитала, ослабляют «позиции» частного сектора и уменьшают импорт. Более значительные внешние «позиции» главным образом обусловлены снижением внутреннего спроса и соответствующим быстрым снижением импорта. Что касается внутренних секторов, то здесь в качестве спусковых механизмов срабатывает разгрузка закредитованности домохозяйств (повышение склонности к накоплению) и сжатие государственных расходов при применении мер бюджетной экономии (в частности, после того, как потери частного сектора приняты на себя государственным сектором с соответствующим усилением бюджетных диспропорций). Кроме того, из-за снижения курса валюты иностранный сектор часто может становиться ведущим источником платежеспособного спроса без какого-либо значительного увеличения реального экспортного потенциала.

Два дополнительных соображения помогают наглядно проиллюстрировать полезность рассмотренной выше схемы для того, чтобы проследить спросовые факторы в некоторых РПЭ после кризиса: i) роль буфера, которую сыграли доходы от сырьевого экспорта, и ii) меняющиеся представления об антициклической бюджетной политике среди РПЭ. Рост сырьевых цен (тенденция, ныне развернувшаяся в противоположную сторону) удержал – временами с трудом – рентабельность частного сектора, сохранив оптимизм в условиях продолжавшейся финансовой

нестабильности. Кроме того, когда рост на всем Юге замедлился в 2009 году из-за сжатия экспорта на Севере и внезапной остановки притока капитала, меры антициклической политики сделали возможным оживление в 2010 году (Grabel and Gallagher, 2015). Несмотря на эти эфемерные отступления от традиционных принципов антициклической политики, мощные институты финансового рынка не отказались от своего одностороннего и достаточно близорукого подхода с его сверхценностью финансовых рейтингов (см. также главу IV). Нежелание обеспечить мощное стимулирование методами бюджетной политики стало правилом. Бюджетная ортодоксия и чрезмерная опора на денежно-кредитную политику создали в большинстве развивающихся стран финансовую уязвимость и нестабильность валютных курсов (Akyüz, 2013). Незащищенность от финансового нажима усиливается либо непосредственно, когда государственный сектор привлекает заемные средства, либо, что бывает чаще, опосредованным образом, когда возросшая ликвидность создает долг частного сектора, который в конечном счете принимает на себя государственный сектор. Процентные выплаты по долгу, будь то государственному или частному, еще более ослабляет внутренние «позиции».

Резюмируем. Наиболее важные элементы, присутствовавшие при предыдущих кризисах и сохраняющиеся поныне, – это открытые счета движения капитала, циклы движения «горячих денег», усугубляемые денежной экспансией в развитых странах и соответствующим ростом внешнего и внутреннего долга (в частности, краткосрочного долга), отход от углубления промышленного развития, а также частичный отказ от использования бюджетной политики как инструмента структурной трансформации и роста промышленности, когда денежно-кредитная политика, благоприятная для глобальных финансовых инвесторов, продолжает способствовать дефляционным тенденциям. В самом общем плане эти моменты так или иначе касаются сегодня степени многих стран в зависимости от их финансовых потоков, сумм долга, а также динамики валютных курсов и процентных ставок. Разумеется, наиболее уязвимые экономики – те, где внутренняя активность существенно образом сконцентрирована только в нескольких секторах.

## Д. Заключительный анализ вопросов политики

Основное внимание в анализе, представленном в этой главе, уделялось изменению конфигурации глобальных финансовых рынков, которое привело к Великой рецессии и ее последствиям, сохраняющимся и поныне. Колоссальный рост нерегулируемых глобальных финансовых рынков в tandem с ослаблением в большинстве РПЭ внутреннего регулирования усугубил уязвимость этих стран вместо того, чтобы расширить объем финансирования для достижения целей развития (см. об этом главу VI настоящего Доклада). В этой главе подчеркивается, что чрезмерный приток частного капитала, в частности нестабильного или спекулятивного характера, затрагивает конфигурацию чистых факторных платежей, валютных курсов, процентных ставок и других цен, а также извращенным образом влияет на направленность денежной и бюджетной политики. Когда РПЭ сталкиваются с угрозой внезапного прекращения притока капитала или его оттока в результате изменения конъюнктуры глобальных рынков, результат может быть еще хуже. Из этого анализа ясно следует, что в такой ситуации поиск альтернативных решений, призванных обеспечить более стабильные результаты политики, становится более сложной задачей.

Намного более стабильная макроэкономическая среда, необходимая для развития, вряд ли может быть создана без коллективных усилий по реформированию международной денежно-финансовой архитектуры, чему посвящена глава III. Тем не менее есть ряд вариантов, которые по-прежнему могут быть востребованы странами при проведении своей политики. Разумеется, ни одна из этих предлагаемых рекомендаций не предусматривает отстыковки от глобальной экономики ни в плане торговли, ни в плане финансов; они лишь ставят цель более четкого регулирования этих связей в целях содействия развитию.

Два важнейших варианта политики зависят от возможностей влияния на валютный курс. Избегая угловых решений, таких как фиксированные валютные курсы или полностью либерализованные валютные курсы, тот или иной вариант регулируемого плавания остается привлекательным решением (Ghosh, 2007; Damill et al., 2013). Регулирование валютного курса (описанное этими и другими авторами), призванное направлять его динамику согласно целям инструмента развития, требует определенного сочетания денежно-кредитной политики, операций центрального банка и политики доходов. Как это реализуется на практике, зависит от конкретной ситуации каждой страны, включая их в каждом случае разные институты и их платежные балансы<sup>40</sup>.

Как говорилось выше, регулирование динамики реального валютного курса в ситуации дерегулированных глобальных финансов с их колоссальными масштабами и при глобальной валютной системе, в которой доминирует несколько резервных валют, будет крайне сложным без той или иной степени регулирования счета движения капитала. Возможность использования мер контроля за движением капитала в качестве инструмента развития и финансовой стабильности стала в последние годы в большей степени восприниматься многими правительствами и международными организациями. В этой связи ЮНКТАД давно выступает за проведение такой политики: в начале 1990-х годов она предлагала, чтобы РПЭ рассмотрели меры, которые «препятствуют таким потокам капитала, которые не связаны с реальными инвестициями или торговыми операциями, а мотивированы желанием получить краткосрочную прибыль» (UNCTAD, 2012b: 50). Эти и дополнительные рекомендации, нацеленные на восстановление стабильности и предотвращение системных кризисов, еще более актуальны в сегодняшних условиях, как также

показывает опыт развитых стран, серьезно пострадавших от Великой рецессии и ее последствий. И в этом случае условия и возможное поле действий в разных странах неодинаковы, как и степень региональной координации, необходимой для достижения успеха.

В усилиях по предотвращению валютных и процентных рисков, традиционно связанных с внешним долгом, РПЭ также стали привлекать часть своих заемных средств не в иностранных валютах, а в национальной валюте<sup>41</sup>. Однако не все развивающиеся страны способны привлекать международных инвесторов на внутренние фондовые рынки. И даже если они могут их привлекать, имеется дополнительный риск того, что более значительная часть долга, вне зависимости от того, в какой валюте она выражена, окажется у инвесторов с большей международной мобильностью. Недавний опыт заставляет сделать предупреждение: большее иностранное участие на рынках суверенных облигаций в национальной валюте связано с ростом волатильности в результате большей подверженности глобальным финансовым шокам (Ebeke and Kyobe, 2015).

Столь же неоднозначный результат показывает рост международных резервов РПЭ. Нарращивание резервов – в принципе вызвано соображениями предосторожности в том смысле, что они должны дать защиту от всевозможных превратностей, связанных с крупным спекулятивным притоком международного капитала и негативными социально-экономическими последствиями его порой внезапного или масштабного ухода. Созданные на случай непредвиденных обстоятельств резервы также страхуют от потери автономии в политике, которая часто сопровождается антикризисные программы типа МВФ, или от требований проведения макроэкономической политики, соответствующей интересам международных финансовых инвесторов (Grabel, 2006). Но даже если накопление резервов дает определенную защиту, предоставляя определенную свободу действий странам, чьи валюты подверглись атаке, такое обездвиживание ресурсов, которые могли бы быть использованы на цели развития, имеет свои определенные издержки. Кроме того, когда в политике ставится задача противодействовать оттоку капитала с помощью использования резервов, в конечном счете по

мере уменьшения наличных резервов директивные органы часто прибегают к дополнительным мерам, таким как увеличение процентных ставок. Такие меры политики в конечном счете ослабляют экономику и вызывают еще большую утрату доверия. Как отмечалось выше, такой баланс плюсов и минусов создает трудности для формирования политики центрального банка.

Рассматривая варианты политики, центральные банки РПЭ должны тщательно оценивать последствия узкого применения режимов инфляционного таргетирования. Слишком большой упор на отражение инфляции темпами, которые считаются желательными, в условиях развивающихся стран вполне может привести к росту процентных ставок и реальному удорожанию национальной валюты, причем и то, и другое препятствует производственным инвестициям, а следовательно – развитию. При этом массовое (формальное и неформальное) использование инфляционного таргетирования центральными банками некоторых развивающихся стран отражает реальные опасения по поводу любых признаков инфляции в свете ее высоких темпов в прошлые периоды в этих странах. Однако большую важность, вероятно, имеет то широко распространенное мнение, что режимы инфляционного таргетирования повышают доверие к тем центральным банкам, которые их вводят, снижая ожидания инфляции и создавая условия роста занятости при данных темпах инфляции. Однако эмпирические данные не поддерживают этого аргумента роста доверия к центральным банкам (Epstein, 2007). В самом деле, процессы стабильного формирования цен и устойчивого роста занятости высокого качества в условиях развивающихся стран – сложные процессы, требующие внимания к общей стабильности потоков кредита и финансов.

Однако, как показывает прошлый опыт, для того чтобы поддержать развитие, центральные банки могут сделать больше, не ограничиваясь поддержанием ценовой стабильности или конкурентоспособностью валютного курса. После Второй мировой войны центральные банки Европы и Японии использовали ограничение процентных ставок, субсидирование кредита и его распределение для того, чтобы направлять ссудный капитал на восстановление и модернизацию промышленности (Epstein,

2015). Аналогичную политику проводили во второй половине XX века новые индустриальные страны, где центральные банки активно поддержали банки развития и бюджетную политику своих правительств (Amsden, 2001; ДТР за 2013 год). Цели стабильности цен могут, тем не менее, задавать ориентиры при принятии политических решений такого рода, например, когда целевые или субсидируемые кредиты способствуют росту производительности труда и занятости, а не деятельности, которая вызывает инфляционный нажим (Epstein and Yeldan, 2009), или когда политика доходов обеспечивает рост заработной платы параллельно росту производительности труда.

Вместе с тем, как можно видеть по развитым странам, не сумевшим полностью преодолеть последствия недавнего кризиса, одной только денежно-кредитной политики окажется недостаточной. Для создания структур и условий, обеспечивающих рост производительности труда внутри страны и расширение совокупного спроса, необходима проактивная бюджетная и промышленная политика. Проведение надежной и стабильной финансовой политики способно увеличить производство и доходы, создавать рабочие места высокого качества, а также способствовать более эгалитарному распределению доходов (что оказывает дополнительное позитивное воздействие на совокупный спрос). Политика, обеспечивающая рост заработной платы, соразмерный росту производительности труда, подкрепляет эти механизмы. Точно так же торговая политика должна быть увязана с внутренними целями и политикой роста производительности труда и заработной платы, в том числе на глобальных, региональных и

двусторонних торговых переговорах (см. ДТР за 2014 год).

Эти моменты лишней раз указывают на необходимость более эффективной международной координации политики. В свете самих масштабов глобальных потоков капитала меры регулирования, принимаемые отдельными странами, такие как меры контроля за движением капитала, регулирование валютных курсов, политика центрального банка, соответствующая стратегическим целям развития, а также более жесткое регулирование внутренней финансовой системы, могут оказаться недостаточными. Возможности внутренней политики необходимо дополнить с помощью глобальных и региональных мер, препятствующих распространению спекулятивных финансовых потоков. Кроме того, можно создать масштабные механизмы поддержки кредита и совместные резервные фонды на региональном уровне. В то же время антициклическая макроэкономическая политика, улучшающая распределение доходов и расширяющая возможности бюджетного маневра для достижения целей развития, имеет значительно большие шансы на успех, если она также проводится странами-партнерами и, собственно говоря, во всем мире. В самом деле, стимулы внутренней политики – когда те применяются только в нескольких странах, а инерция ортодоксии превалирует в макроэкономической политике стран-партнеров<sup>42</sup> – оказываются в значительной мере ослабленными. В таких условиях результат может даже оказаться обратным желаемому, если реакция глобальных инвесторов и международных финансовых институтов будет создавать возросшую волатильность и неопределенность. Эти аспекты подробно рассмотрены в следующей главе. ■

---

## Примечания

---

- 1 Хотя страны со средним доходом, как правило, в большей степени встроены в мировую экономику и как таковые, по-видимому, больше подвержены воздействию финансиализации, масштабы движения капитала по отношению к ВВП и их макроэкономические последствия, рассматриваемые в настоящей главе, касаются всех РПЭ (подробнее см. в разделе В.2).
- 2 Среди группы 26 развитых стран все, за исключением четырех (Швейцарии, Швеции, Франции и Японии), проводили жесткую бюджетную политику по отношению к долгосрочной тенденции в период со второго квартала 2010 года по четвертый квартал 2013 года (*ДТР за 2014 год*, диаграмма 2.1).
- 3 См. Chandrasekhar (2007), где дан анализ факторов, которые привели к взрыву глобального создания ликвидности частными агентами после азиатского кризиса 1997 года, который был передан развивающимся странам в результате операций хедж-фондов, прямых иностранных инвестиций в виде портфельных вложений и увеличения масштабов поглощений и слияний.
- 4 «Мозговые центры», проводящие анализ для международных инвесторов, превозносили потенциально высокую рентабельность вложений в развивающихся странах. См., например, Accenture, 2012; Black Rock, 2011; Credi Suisse, 2011; Economist Intelligence Unit, 2011; UBS, 2012; а также Ahmed and Zlate, 2013, где дан более строгий анализ факторов, определяющих относительную привлекательность стран – развивающихся рынков в качестве места вложения инвестиций (в последнем из этих исследований также дана оценка влияния нетрадиционной денежно-кредитной политики Соединенных Штатов как фактора, повлиявшего на структуру потоков, значительный удельный вес в которых имеют портфельные вложения).
- 5 Крах китайского фондового рынка в июне–июле 2015 года и реакция правительства на него переключаются с такой озабоченностью (*Bloomberg Business*, “China stocks plunge as State support fails to revive confidence”, 8 July 2015).
- 6 В базе данных Всемирного банка (“International Debt Statistics 2015”) содержатся данные по 125 странам, из которых 121 – РПЭ согласно классификации Организации Объединенных Наций. Если не указано иное, этот эмпирический анализ касается данной группы 121 РПЭ. В других местах в этой главе термин РПЭ обозначает все развивающиеся страны и страны с переходной экономикой.
- 7 К ним относятся все 121 РПЭ, за исключением Алжира, Аргентины, Бразилии, Китая, Египта, Индии, Марокко, Мексики, Туниса, Турции и Южной Африки.
- 8 Среди РПЭ, в которых дефициты по текущим операциям в 2000-х годах были значительно больше, чем в 1990-х годах, имеется несколько исключений, прежде всего Индия, Турция и Южная Африка.
- 9 Даже страны с активом по текущим операциям получили дополнительное финансирование для регулирования своих портфелей, наращивания своих буферных резервов активов в условиях неопределенности, а также устранения разрывов по срокам (поскольку ожидаемые расходы утверждаются до получения доходов) или даже для финансовых спекуляций.
- 10 Баланс текущих операций – это сумма торгового баланса и баланса трансфертов и чистых факторных доходов. Чистые факторные доходы представляют собой главным образом доходы от зарубежных инвестиций и ссуд, за исключением выплат, перечисленных иностранным инвесторам и кредиторам. Приток односторонних переводов резидентов, работающих за рубежом, также включается в факторный доход, и в некоторых РПЭ (например, Индии, Мексике и Филиппинах) масштабы такого притока значительны.
- 11 Любые статистические расхождения между текущим счетом и счетом движений капитала и финансовых операций в платежном балансе показаны в статье «чистые пропуски и ошибки»; эта статья используется в соответствии с принятым в системе всесторонних счетов принципа

- равенства сальдо текущего счета и счета движения капитала и финансовых операций.
- 12 Изложение ниже строится на аналитическом аппарате, разработанном Крегелем (Kregel, 2014a).
- 13 В теории такие же проблемы возникают в ситуации неограниченного притока капитала в страны с активным сальдо. Даже они могут сталкиваться с тенденциями снижения чистых факторных доходов и, следовательно, понижательным нажимом на их текущие операции. Помимо прочих факторов успеха их экспорта, перспективы снижения чистых факторных доходов могут вызывать необходимость компенсации такого снижения за счет еще больших активов в торговле.
- 14 Хотя высокий уровень агрегирования в изложении в этом разделе важен для того, чтобы указать на макрофинансовые последствия притока капитала в нынешних условиях, представленный ниже подробный анализ рисует ситуацию в ином свете, проводя различие между более нестабильными и спекулятивными краткосрочными потоками и потоками, которые имеют более долгосрочный характер и с большей вероятностью теснее связаны с потребностями развития.
- 15 Эта конфигурация мер политики, например, имеет место в Соединенных Штатах, еврозоне и Соединенном Королевстве и лишь частично в Японии, где количественное смягчение сопровождалось в определенной степени ослаблением бюджетной политики. Подробный анализ см. в ДТР за 2014 год.
- 16 Такая перспектива согласуется с недавними исследованиями, например Gallagher (2015), Kaltenbrunner and Karacimen (готовится к печати), Kaltenbrunner and Panceira (2014) и Powell (2013).
- 17 Некоторые страны, имеющие сходную степень важности, такие как Российская Федерация, не включены в число этих стран из-за отсутствия детальных данных в *International Debt Statistics* Всемирного банка.
- 18 Скачок притока частного капитала, зафиксированный в 2005 году, на самом деле отражает регистрацию Всемирным банком списания части долга.
- 19 Анализ направления ПИИ на нужды развития см. в совместной монографии ЮНКТАД/МОТ о проблемах промышленной политики (Salazar-Xirinachs et al., 2014).
- 20 См. *Financial Times*, "Real estate and China dominate FDI flows", 4 June 2015.
- 21 UNCTAD, 2015: 18, table I.5.
- 22 В 2011 и 2013 годах приток ПИИ в РПЭ состоял в среднем из реинвестированной прибыли (45%) и внутрифирменных кредитов (22%); остальные 33% состояли из вложений в акционерный капитал, включая приобретения и слияния (ЮНКТАД, база данных «Доклад о мировых инвестициях»).
- 23 Недавний разбор см. Thirlwall, 2011.
- 24 См. Patnaik (2007), где дается аналитический разбор ограниченной эффективности валютных резервов на непредвиденные цели, и Torija Zane (2015), где особое внимание уделяется центральным банкам Латинской Америки.
- 25 Строгое развитие этих тезисов см. Patnaik and Rawal, 2005; Patnaik 2006.
- 26 Herndon et al. (2013) разбирают и с использованием эмпирических данных оспаривают Reinhart and Rogoff (2010b and 2010c), публикации которых широко используются для обоснования аргументов в пользу финансового аскетизма на основе того стилизованного вывода, что государственный долг, превышающий 90% ВВП, снижает рост. Herndon et al. (2013) приходят к выводу, что выборочное исключение этих данных Рейхарт и Рогоффом, ошибки в расчетных формулах таблиц и неправильное взвешивание итоговой статистики и объясняют их результат, касающийся государственного долга и роста. После исправления этих ошибок результаты расчетов показывают, что последствия государственного долга для роста варьируются и его воздействие является скромным.
- 27 В Латинской Америке ситуация завышенного курса национальной валюты, роста внутреннего спроса и более открытого торгового режима вызвала «увеличение импорта и рост дефицита по счету текущих операций, который финансировался иностранными инвесторами в ожидании высоких доходов. Однако созидательный процесс технологического прогресса и реструктуризации еще не был осуществлен, а макроэкономический климат, характеризовавшийся высокими процентными ставками, стабильными валютными курсами и неустойчивыми потоками капитала, едва ли способствовал новым инвестициям, необходимым для изменения структуры производства. Таким образом, реформы в области политики оказались безуспешными, поскольку «созидательный» элемент в процессе «разрушения» не привел к реальному изменению структуры производства за счет увеличения инвестиций и технологического перевооружения» (ДТР за 2003 год: UNCTAD/TDR/2003/2/ Future, 24–25).
- 28 Последствия этой ценной реакции группируются отдельно от азиатского финансового кризиса, чтобы провести различие между передачей этого кризиса внутри регионов и тем, как эти издержки проявились в других странах – развивающихся рынках.

- 29 Эти данные и термин «золотое дно притока капитала» взяты из Reinhart and Reinhart (2008), которые отмечают, что, хотя более точным показателем стало бы накопление резервов минус сальдо по текущим операциям, в силу более длинных временных рядов и большей сопоставимости данных по текущим операциям такая замена представляется допустимой.
- 30 Анализ в этом разделе ограничивается Латинской Америкой. Многие другие развивающиеся страны оказались вовлечены в тот же цикл финансовых кризисов, однако опыт Латинской Америки дает характерный пример действия более мощных экономических сил.
- 31 Даже Бразилия, в которой действовал режим контроля за движением капитала, не пережившая значительного оттока капитала, пострадала из-за общего приостановления кредитования Латинской Америки (Díaz-Alejandro, 1984).
- 32 По отношению к ВВП дефициты Таиланда и Малайзии по текущим операциям в этом году были соответственно  $-8,1\%$  и  $-4,4\%$  (база данных МВФ *World Economic Outlook*, октябрь 2014 года).
- 33 Уэйд считает Республику Корею отдельным случаем на том основании, что здесь речь шла, скорее, о промышленных конгломератах, имевших источники финансирования в силу их доступа к дешевому иностранному капиталу, а не о своих интересах на рынках активов.
- 34 Провинция Китая Тайвань и Гонконг (Китай) с успехом отбились от спекулятивных атак, однако Республика Корея оказалась в гораздо более уязвимом положении из-за своего краткосрочного долга.
- 35 Наоборот, государственные расходы на товары и услуги как доля ВВП выросли с  $19,2\%$  в 1994 году до  $20,6\%$  в 1998 году, при этом основная масса этого роста пришлось на 1995 год (когда он вырос до  $21\%$ ) в результате однократного позитивного шока инфляционной адаптации окладов и заработной платы (ЮНКТАД *Стам*).
- 36 Источник: База данных *World Development Indicators* Всемирного банка.
- 37 См. также Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998; Reinhart and Reinhart, 2008; and Weller, 2001.
- 38 В математическом выражении на высшем уровне агрегирования ВВП определяется как сумма потребления (С), частных инвестиций (I), государственных расходов (G) и экспорта (X) минус импорт (M). Простые допущения позволяют записать налоговую ставку (t) и склонности к сбережениям и импорту, соответственно s и m, в следующем виде:  $T = t \cdot GDP$ ;  $S = s \cdot GDP$ ;  $M = m \cdot GDP$ , где T – совокупные налоговые поступления и S – частные сбережения. Подставив их, получаем следующие выражения:  
 $GDP = (G + I + X)/(t + s + m)$  или:  
 $GDP = wt \cdot (G/t) + ws \cdot (I/s) + wm \cdot (X/m)$ ,  
 где wt, ws и wm – весовые коэффициенты каждого из исходящих потоков «изъятий» (соответственно, налоги и склонность к сбережениям и импорту). Это равенство показывает, что рост ВВП зависит от роста трех переменных, G/t, I/s и X/m, определяемых как «бюджетная позиция», «частная позиция» и «позиция внешнего сектора», соответственно умножаемых на соответствующие мультипликаторы, которыми в макроэкономическом контексте будут упомянутые выше весовые коэффициенты. Чтобы не углубляться в выкладки с выведением условий равновесного состояния, достаточно отметить, что эти «позиции» отражают также и финансовые условия, когда превышение числителем знаменателя указывает на чистую дебиторскую задолженность по привлечению заемных средств. Таким образом, поступательное движение по пути устойчивого роста и финансовой стабильности требует, чтобы ни одна из этих «позиций» не росла сколь-нибудь продолжительный период времени пропорционально быстрее других.
- 39 Внешний счет стал ведущим фактором в 40% этих случаев и стал значительно более важным фактором в других 27% случаев.
- 40 См. Frenkel and Taylor (2006), где рассматриваются разные ситуации и проблемы, которые связаны с регулированием валютного курса как инструмента.
- 41 Данные World Bank (2013) показывают, что на конец 2012 года доля нерезидентов на рынках долга РПЭ составила  $26,6\%$  и что в некоторых странах она доходила до  $40\%$  (цит. по Akyüz, 2014: 20).
- 42 См. ДТР за 2013 год, приложение к главе I, где глобальная модель стимулирования служит эмпирической иллюстрацией того факта, что политика, основанная на росте трудовых доходов и поддерживающей бюджетной политике, дает меньшие, хотя и все-таки положительные, результаты, когда страны-партнеры проводят разнонаправленную политику, стремясь получить выгоду за чужой счет.

## Литература

- Accenture (2012). *Emerging Markets: The Opportunities for Investment Banks*. Dublin, Accenture.
- Ahmed S and Zlate A (2013). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? International Finance Discussion Papers No. 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Alper K, Kara H and Yörükoglu M (2013). Alternative tools to manage capital flow volatility. Working Paper No. 13/31, Central Bank of Turkey, Ankara.
- Akyüz Y (2008). Financial instability and countercyclical policy. Background paper for *World Economic and Social Situation*. New York, UN-DESA.
- Akyüz Y (2011). Capital flows to developing countries in a historical perspective. Will the current boom end with a bust? Research Paper No. 37, South Centre, Geneva.
- Akyüz Y (2013). Waving or drowning? Developing countries after the financial crisis. Research Paper No. 48, South Centre, Geneva.
- Akyüz Y (2014). Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies. Discussion Paper No. 217, UNCTAD, Geneva.
- Amsden A (2001). *The Rise of the Rest: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Arean M, Bouza S, Dabla-Norris E, Gerling K and Njie L (2015). Credit Booms and Macroeconomic Dynamics: Stylized Facts and Lessons for Low-Income Countries. Working Paper WP/15/11, IMF, Washington, DC.
- Barbosa-Filho N (2001). The balance-of-payments constraint: From balanced trade to sustainable debt. *BNL Quarterly Review*, 219: 381–400.
- Barbosa-Filho N (2012). Exchange rates, growth and inflation: What if the income elasticities of trade flows respond to relative prices? In: Deshpande A, ed. *Capital Without Borders. Challenges to Development*. Gurgaon (Haryana), Anthem Press: 53–70.
- Black Rock (2011). *Are Emerging Markets the Next Developed Markets?* New York, Black Rock Investment Institute.
- Boughton JM (2012). *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990–1999*. Washington, DC, International Monetary Fund.
- Calcagno A (1997). Convertibility and the banking system in Argentina. *CEPAL Review*: 63–90.
- Calcagno A (2003). Evaluación de las experiencias recientes de política cambiaria en Latinoamérica. *Foros*, 8, Central Bank of Venezuela, Caracas.
- Calvo GA (2005). *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press.
- Calvo GA and Mendoza EG (2005). Petty crime and cruel punishment: Lessons from the Mexican debacle. In: Calvo GA, ed. *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press: 129–138.
- Calvo GA and Talvi E (2005). Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile. Working Paper No. 11153, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Caruana J (2011). Capital flows to the emerging market economies: A perspective on policy challenges. Speech delivered at the Forty-sixth SEACEN Governors' Conference, Colombo, Sri Lanka, 24–26 February. Имеется по адресу: <http://www.bis.org/speeches/sp110307.htm>.
- Chandrasekhar CP (2007). Continuity or change? Finance capital in developing countries a decade after the Asian crisis. *Economic and Political Weekly*, XLII (50): 36–44.
- Chandrasekhar CP (2015). Asian banks in trouble. *Frontline*, 9 January.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2013). The Asian financial crisis, financial restructuring and the problem of contagion. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 311–325.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). The bursting of China's housing bubble. *Business Line*, 28 April. Имеется по адресу: <http://www.thehindubusinessline.com/todays-paper/tp-opinion/the-bursting-of-chinas-housing-bubble/article7148168.ece> on 7 June 2015.
- Credit Suisse (2011). *Investing for Impact: How Social Entrepreneurship is Redefining the Meaning of Return*. Zurich, Credit Suisse Research Institute.
- Crotty J and Lee KK (2004). Was the IMF's imposition of economic regime change in Korea justified? A critique of the IMF's economic and political role before

- and after the crisis. Working Paper No. 77, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Damill M, Frenkel R and Rapetti M (2013). Financial and currency crises in Latin America. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 296–310.
- de Bolle M, Rother B and Hakobyan I (2006). The level and composition of public sector debt in emerging market crises. Working Paper WP/06/186, IMF, Washington, DC.
- Demirgüç-Kunt A and Detragiache E (1998). Financial liberalization and financial fragility. Policy Research Working Paper No. 1917, World Bank, Washington, DC.
- Díaz-Alejandro CF (1984). Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 335–403.
- Díaz-Alejandro CF (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19 (1-2): 1–24.
- Ebeke C and Kyobe A (2015). Global financial spillovers to emerging market sovereign debt markets. Working Paper WP/15/141, IMF, Washington, DC.
- Economist Intelligence Unit (2011). *GCC Trade and Investment Flows. The Emerging Markets Surge*. London, The Economist Intelligence Unit.
- Elekdog S and Wu Y (2011). Rapid credit growth: Boon or boom-bust? Working Paper WP/11/241, IMF, Washington, DC.
- Epstein G (2007). Central banks as agents of employment creation. Working Paper No. 38, United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN-DESA), New York.
- Epstein G (2015). Achieving coherence between macroeconomic and development objectives. Working Paper No. 382, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.
- Epstein G and Yeldan E (eds.) (2009). *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Northampton, MA, Edward Elgar.
- FitzGerald EVK (1996). Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management. Discussion Paper, UNDP, New York.
- Frenkel R and Rapetti M (2009). Five years of competitive and stable real exchange rates in Argentina, 2002-07. In: Epstein G and Yeldon AE, eds. *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Northampton, MA, Edward Elgar: 179–202.
- Frenkel R and Taylor L (2006). Real exchange rate, monetary policy and employment. Working Paper No. 19, UN-DESA, New York.
- Gallagher KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and Reregulation of Cross-Border Finance*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Ghosh J (2007). Macroeconomic and growth policies. Background note, UN-DESA, New York.
- Godley W and Cripps F (1983). *Macroeconomics*. London, MacMillan
- Godley W and McCarthy G (1998). Fiscal policy will matter. *Challenge*, 41(1): 38–54.
- Grabel I (1996). Stock markets, rentier interest, and the current mexican crisis. *Journal of Economic Issues*, 30(2): 443–449.
- Grabel I (1999). Mexico redux? Making sense of the financial crisis of 1997-98. *Journal of Economic Issues*, 33(2): 375–381.
- Grabel I (2006). A post-Keynesian analysis of financial crisis in the developing world and directions for reform. In: Arestis P and Sawyer M, eds. *A Handbook of Alternative Monetary Macroeconomics*. Northampton, MA, and Cheltenham, Edward Elgar: 403–419.
- Grabel I and Gallagher KP (2015). Capital controls and the global financial crisis: An introduction. *Review of International Political Economy*, 22(1):1–6.
- Herndon T, Ash M and Pollin R (2013). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2): 257–279.
- Kaltenbrunner A and Panceira JP (2014). Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: The Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/beu03.
- Kaltenbrunner A and Karacim E (forthcoming). The Contested Nature of Financialisation in Emerging Capitalist Economies. In: Subasat T and Weeks J, eds. *The Great Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy Created?* London, Routledge.
- Khor M (2014). Developing countries facing new economic problems. *South Bulletin*, 79: 4–5.
- Kregel J (2014a). External financing for development and international financial instability. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 15–40.
- Kregel J (2014b). Some Risks and Implications of Financial Globalization for National Policy Autonomy'. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 63–74.
- Kregel J (2014c). Capital flows: Globalization of production and financing development. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York: Anthem Press: 41–62.
- Krugman P (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311–325.

- Krugman P (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459–472.
- Krugman P (2000). *The Return of Depression Era Economics*. New York, NY, Norton.
- Krugman P (2014). Currency regimes, capital flows, and crises. *IMF Economic Review*, 62(4): 470–493.
- Laeven L and Valencia F (2008). Systemic banking crises: A new database. Working Paper WP/08/224, IMF, Washington, DC.
- Lavoie M (2001). Pricing. In: Holt RPF and Pressman S, eds. *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge: 21–31.
- Lustig N (1995). The Mexican peso crisis: The foreseeable and the surprise. *Brookings Institution Paper*, Washington, DC.
- Magnus G (2014). This time China's property bubble really could burst. *Financial Times Comment*, 12 May. Имеется по адресу: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6cd98926-d9e1-11e3-b3e3-00144feabdc0.html#axzz3cUG0DINv>.
- Markovitz H (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1): 77–91.
- Milken Institute (2014a). *The Banking Structure and Regulation in 1993 and 2013: A Cross-Country Comparison*. Washington, DC.
- Milken Institute (2014b). *Capital Markets in Developing Countries: The State of Play*. Washington, DC.
- Minsky H (1992). The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Minsky H (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, NY, McGraw-Hill.
- Montes M (1998). *The Currency Crisis in Southeast Asia*. Singapore, Institute of Southeast Asian Studies.
- Moreno-Brid JC (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2): 283–298.
- Moreno-Brid JC and Ros J (2004). Mexico's market reforms in historical perspective. *CEPAL Review*, 84: 35–56.
- Neely C (2014). Lessons from the taper tantrum. *Economic Synopses*, 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, MO.
- Obstfeld M (1994). The logic of currency crises. Working Paper No. 4640, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA.
- OECD (2011). Getting the most out of international capital flows. In: *OECD Economic Outlook 2011*. Paris, OECD: 287–308.
- Ostry JD, Ghosh AR, Habermeier K, Chamon M, Qureshi MS and Reinhardt DBS (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note 10/04, Washington, DC, International Monetary Fund.
- Palma JG (2003). The Latin American economies during the second half of the twentieth century: From the age of 'ISI' to the Age of 'The End of History'. In: Ha-Joon Chang, ed. *Rethinking Development Economics*. London, Anthem Press: 125–152.
- Palma JG (2011). How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and half cycles of 'mania, panic and crash'. Cambridge Working Papers in Economics, No. 1201. Имеется по адресу: <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/реpec/cam/pdf/cwpe1201.pdf>.
- Patnaik P (2003). On the economics of 'open economy' industrialization. V.V. Giri Memorial Lecture for the Annual Conference of the Indian Society of Labour Economics, Kolkata, December.
- Patnaik P (2006). Financial flows and open economy macroeconomics. Paper presented at the IDEAs-UNDP Conference on Post Liberalization Constraints on Macroeconomic Policies, Chennai, 27–29 January.
- Patnaik P (2007). Financial crisis, reserve accumulation and capital flows. *Economic and Political Weekly*, 42(50): 45–51.
- Patnaik P and Rawal V (2005). Level of activity in an economy with free capital mobility. *Economic and Political Weekly*, 40(14): 1449–1457.
- Pinto B and Ulatov S (2010). Financial globalization and the Russian crisis. Policy Research Working Paper No. 5312, World Bank, Washington, DC.
- Powell J (2013). Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations. London, SOAS, University of London, Phd thesis.
- Radelet S and Sachs J (2000). The onset of the East Asian financial crisis. In: Krugman P, ed. *Currency Crises*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 105–153.
- Reinhart CM and Reinhart VR (2008). Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. Working Paper No. 14321, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton and Oxford, Princeton University Press.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010a). From financial crash to debt crisis, Working Paper No. 15795, NBER, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010b). Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100(2): 573–578.
- Reinhart CM and Rogoff KS (2010c). Growth in a time of debt. Working Paper No. 15639, NBER, Cambridge, MA. Имеется по адресу: <http://www.nber.org/papers/w15639>.
- Rodrik D (2015). Premature deindustrialization. Working Paper No. 20935, NBER, Cambridge MA.
- Sáinz P and Calcagno A (1999). La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis. *Temas de Coyuntura*, No. 4, United Nations Commission for Latin America and the Caribbean, Santiago, Chile.
- Salazar-Xirinachs JM, Nubler I and Kozul-Wright R, eds. (2014). *Transforming Economies. Making Industrial Policy Work for Growth, Jobs and Development*. Geneva, UNCTAD and ILO.

- Singh A and Weisse BA (1998). Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: Micro and macroeconomic perspectives. *World Development*, 26(4): 607–622.
- Stiglitz J (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York, NY, WW Norton.
- Stiglitz J (2003). Wither reform? Towards a new agenda for Latin America. *CEPAL Review*, 80: 7–37.
- Takáts E and Uper C (2013). Credit and growth after financial crises. BIS Working Paper No. 416, Bank for International Settlements, Basel.
- Taylor L (2001). *External Liberalization, Economic Performance, and Social Policy*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.
- Taylor L (2006). *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.
- Thirlwall AP (2011). Balance of payments constrained growth models: History and overview. School of Economics Discussion Papers, KDPE 1111, University of Kent, Canterbury.
- Torija Zane E (2015). Bancos Centrales Periféricos: El Caso de América Latina. In: Abeles M and Prado A, eds. *Estructura productiva, instituciones y dinámica económica en América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Libros de la CEPAL (forthcoming).
- UBS (2012) *Emerging Markets: The Multi-Asset Approach*. Zurich, UBS Asset Management Research.
- UNCTAD (2011). Development-led Globalization. Towards Sustainable and Inclusive Development Paths. Report of the Secretary-General of UNCTAD to UNCTAD XIII. Geneva.
- UNCTAD (2012a). The rising sea of global financial markets, Background Note to the G20 Framework Working Group. Geneva.
- UNCTAD (2012b). *Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development*. United Nations Publication. Sales No. E.12.II.D.5, New York and Geneva.
- UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief, No. 29, Geneva.
- UNCTAD (2015). *World Investment Report 2015: Reforming International Investment governance*. New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD (TDR 1999). *Trade and Development Report, 1999. Fragile Recovery and Risks: Trade, Finance and Growth*. United Nations publication. Sales No. E.99.II.D.1, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2003). *Trade and Development Report, 2003. Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. United Nations publication. Sales No. E.03.II.D.7, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- Wade R (1998). The Asian debt-and-development crisis of 1997-?: Causes and consequences. *World Development* 26(8): 1535–1553.
- Wade R (2004). *Governing the Market* (second edition). Princeton, Princeton University Press.
- Weller C (2001). Financial crises after financial liberalisation: Exceptional circumstances or structural weakness? *Journal of Development Studies*, 38(1): 98–127.
- World Bank (2013). Recent developments in local currency bond markets (LCBMs). Washington, DC. Имеется по адресу: [www.g20.org/load/783687600](http://www.g20.org/load/783687600).
- Younger S (1993). The economic impact of a foreign-debt bailout for private firms in Ecuador. *Journal of Development Studies*, 29(3): 484–503.



## СИСТЕМНЫЕ ПРОБЛЕМЫ В МЕЖДУНАРОДНОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЕ

### А. Введение

Источником всех трений и бед в современной мировой экономике является слабость платежеспособного спроса в сочетании с хронической финансовой нестабильностью. Глобальный финансовый кризис 2008 года стал наглядным напоминанием о том, к каким экономическим и социальным последствиям может привести такая ситуация. Последующие реформы в значительной мере были направлены на то, чтобы улучшить состояние банковских балансов, укрепить систему регулирования и снизить уязвимость финансовых институтов перед возможными потрясениями благодаря усилиям как на национальном, так и на международном уровнях. Этот процесс еще не завершен (см. главу IV настоящего Доклада). В то же время успех этой работы во многом зависит от глобальных макроэкономических сил, нынешняя слабость которых отчасти связана с неудовлетворительным функционированием существующей международной валютной системы (МВС).

МВС в ее нынешнем виде не обеспечивает устойчивое предложение международной ликвидности и не может эффективно поддержать восстановление мировой экономики.

Главной функцией МВС является содействие глобальной макроэкономической и финансовой стабильности за счет поддержания стабильных обменных курсов и устойчивого состояния счетов текущих операций и обеспечения достаточного объема международной ликвидности и упорядоченной реакции на внешние потрясения. Эрозия системы, продемонстрировавшей в итоге свою несостоятельность на всех этих фронтах, способствовала накоплению глобальных макроэкономических и финансовых диспропорций, которые внесли свою лепту в дестабилизацию финансовых рынков и в конечном счете и привели к кризису (см., например, United Nations, 2009; Kregel, 2010; Dorrucchi and McKay, 2011; см. также ДТР за 2010 год).

Распространение по всему миру кризиса, начавшегося на финансовых рынках развитых стран, и последующий подход этих стран к борьбе с ним продемонстрировали недостаточность существующих глобальных сетевых

защитных механизмов для противодействия масштабным шокам. Кризис заставил также обратить внимание на то, что в ее нынешнем виде МВС серьезно дестабилизирует предложение международной ликвидности<sup>1</sup> и не может достаточно эффективно поддерживать восстановление совокупного мирового спроса. Более того, сохранение финансовой нестабильности заставляет задаться вопросом о том, насколько глобальный климат будет способствовать достижению целей в области устойчивого развития (ЦУР), которые в настоящее время формулируются в процессе обсуждения Повестки дня развития на период после 2015 года. Все эти факторы свидетельствуют о необходимости более глубокого реформирования МВС.

В настоящей главе анализируются аспекты слабости нынешней МВС и высказывается ряд предложений по ее реформированию. Речь в ней пойдет в первую очередь о трех главных задачах, с которыми, по общему мнению, приходится сталкиваться всем МВС (см., например, United Nations, 2009; Erten and Ocampo, 2012), а также о том, как эти задачи и способы их решения менялись со временем. В ней отмечается, что реформы, направленные на восполнение недостатков нынешней МВС, которые стали очевидны во время глобального экономического и финансового кризиса, в лучшем случае можно назвать весьма робкими.

Ниже перечислены упомянутые три главные задачи:

- Во-первых, регулирование предложения международной ликвидности. Частные и государственные субъекты разных стран традиционно охотно использовали в своей международной экономической и финансовой деятельности одну или несколько национальных валют в качестве меры стоимости, средства платежа и инструмента накопления. После окончания второй мировой войны эту функцию выполняет главным образом доллар, однако этот период был ознаменован серьезными колебаниями в предложении международной ликвидности и обменных курсах. Кроме того, финансовая глобализация и повышение роли частных финансовых посредников

придают задаче регулирования международной ликвидности дополнительную сложность.

- Во-вторых, предложение краткосрочной ликвидности в условиях потрясений<sup>2</sup>. Международный валютный фонд (МВФ) создавался именно для предоставления такого финансирования странам с тем, чтобы удержать их от введения торговых ограничений и девальвации своих валют с целью поддержания конкурентоспособности национальной экономики. Однако развивающиеся страны стали все чаще отказываться от помощи МВФ, особенно после азиатского кризиса 1997–1998 годов, идя по пути создания крупных валютных резервов, которые должны были стать страховкой и «первой линией обороны» на случай внешних потрясений.
- В-третьих, более справедливое распределение бремени по нормализации счетов текущих операций<sup>3</sup>. Асимметричный характер такой нормализации, когда сокращение расходов в странах с отрицательным сальдо не компенсируется их ростом в странах с положительным сальдо, означает, что МВС начинает сдерживать экономический рост. В условиях, когда мировое производство и так не отличается динамизмом, как это имеет место сегодня, такая ситуация чревата особенно нежелательными макроэкономическими последствиями.

В настоящей главе утверждается, что повышение роли международных потоков краткосрочного частного капитала как источника международной ликвидности привело к резким циклическим колебаниям, заставив развивающиеся страны пойти по пути накопления крупных валютных резервов, несмотря на то, что связанный с этим переток ресурсов в страны – эмитенты резервных валют ставит их в неравное положение. В своем нынешнем виде МВС будет и впредь являться источником нестабильности и неравенства, вынуждая развивающиеся страны приспосабливаться к последствиям политики, над которой они не имеют контроля.

Настоящая глава не содержит комплексного плана реформ. В ней говорится о главных

трудностях, с которыми приходится сталкиваться в решении трех перечисленных выше задач, и рассматриваются разные предложения и условия, необходимые для их реализации.

Глава построена следующим образом. В разделе В содержится исторический очерк, посвященный тому, как решали упомянутые выше задачи приходившие на смену друг другу МВС. Кроме того, в ней говорится о том, как эти задачи обострились в постбреттон-вудскую эпоху. На основе этого анализа в разделе С оценивается ряд предложений о проведении всесторонней реформы нынешней МВС, результатом которой станет новая, централизованно управляемая МВС, а также предложения о

менее резкой, поэтапной трансформации существующей системы, которые, возможно, легче осуществить на практике. Стратегия такой поэтапной трансформации может предусматривать принятие развивающимися странами активных мер в целях более успешного достижения стоящих перед ними целей развития. В этом разделе говорится также о том, как углубление регионального сотрудничества в денежно-кредитной сфере может помочь избавиться от сдерживающего влияния МВС на рост и открыть путь к проведению более комплексных реформ в будущем. В разделе D обобщаются главные выводы и формулируется принципиальная повестка дня.

---

## В. Международная валютная система: Главные задачи и меняющиеся способы их решения

---

С упомянутыми выше задачами придется столкнуться любой международной валютной системе. От глобальных экономических и институциональных условий зависит, как эти задачи проявят себя, а также характер и эффективность мер, направленных на их решение. Именно об этом пойдет речь в настоящем разделе.

### 1. Золотой стандарт и Бреттон-вудская система

---

Классический золотой стандарт, существовавший примерно с 1880 года до начала первой мировой войны, должен был решать эти задачи, увязывая предложение глобальной ликвидности с физическим наличием золота и заставляя цены реагировать на изменения в национальных запасах золота вслед за изменением состояния

счета текущих операций. В реальности функционирование системы зависело не от автоматизма связи между потоками металлических денег и ценами, призванной обеспечить симметричный характер корректировки, а от господствующего положения Соединенного Королевства как главного глобального поставщика капитала во времена, когда центр мировой торговли, а следовательно, коммерческих, финансовых и политических связей, находился в Лондоне (см. Triffin, 1961; de Cecco, 1974; Panic, 1992; и Eichengreen, 1992). Это был период относительной стабильности в мировой экономике, а также интенсивного трансграничного движения капитала (и людских ресурсов) и роста торговли. При этом такой стабильностью могли похвастаться в основном страны, представляющие собой «стержень» мировой экономики. Непрерывающиеся потоки капитала из Соединенного Королевства позволяли некоторым странам, таким как

Соединенные Штаты, иметь в течение длительного времени крупный дефицит по счету текущих операций, в то время как для развивающихся стран дефицит по счету текущих операций означал гораздо большую волатильность потоков капитала и гораздо более болезненную корректировку, поскольку страны, имеющие профицит по текущему счету, со своей стороны проводить корректировку не торопились. Система рухнула накануне первой мировой войны, когда стало очевидно, что крупнейшие страны, в первую очередь Соединенное Королевство, не придерживались правил и раздували денежную базу без оглядки на свои золотые запасы.

Попытки воссоздать систему золотого стандарта после первой мировой войны натолкнулись на две проблемы: проблемы более высокого номинального уровня цен вследствие их роста в военное время и проблемы изменения положения кредиторов и должников. Это сказалось на способности Соединенного Королевства взять на себя роль мирового экономического лидера. В условиях, когда задача нормализации экономической ситуации легла тяжелым бременем на плечи стран, имеющих отрицательное сальдо, в том числе на Соединенное Королевство, сохранить такую систему оказалось невозможным. В 1925 году Соединенное Королевство возвратилось к сильно завышенному довоенному обменному курсу, а в 1931 году было, в конечном счете, вынуждено отказаться от золотого стандарта. Это означало также, что имеющие профицит страны не оказывали на мировую экономику стимулирующего влияния, позволяющего компенсировать последствия ограничительных мер, к которым остальные страны вынуждены были прибегать по причине сокращения их золотого запаса. Все эти факторы, вместе взятые, оказали на мировую экономику сильное негативное влияние и стали одной из причин Великой депрессии, которая сопровождалась резким падением цен и угрозой дефлирования долга (Eichengreen, 1992).

---

Участники конференции в Бреттон-Вудсе стремились создать такую систему, которая не позволяла бы прибегать к ограничительной деловой практике и проведению девальваций для поддержания конкурентоспособности, получивших распространение в межвоенный период

---

Вместо того чтобы, координируя свои усилия, проводить стимулирующую рост макроэкономическую политику, многие страны решили отказаться от золотого стандарта и девальвировали свою валюту в стремлении увеличить чистый экспорт, прибегая при этом к протекционистским мерам для ограничения импорта. Однако рост экспорта одной страны означает увеличение импорта другой. В результате такое стремление поправить свои дела за счет других привело к усилению волатильности как обменных курсов, так и производства, что негативно сказалось на международной торговле и усилило падение мирового спроса.

Создание международной системы, которая предотвращала бы ограничительную деловую практику и девальвации, затеваемые для повышения своей конкурентоспособности, которые стали отличительной особенностью межвоенного периода, стало одной из главных целей Бреттон-Вудской конференции 1944 года. Ее участники хотели также отказаться от использования золота в качестве денежной базы и основы валютных курсов, обсуждая, следует ли стремиться к более равномерному распределению бремени уравнивания системы между странами с положительным и отрицательным сальдо во внешних расчетах.

Хорошо известно, что появившаяся на свет после Бреттон-Вудской конференции послевоенная МВС создавалась в первую очередь с учетом пожеланий главной страны-кредитора, Соединенных Штатов. Ее основными особенностями стали фиксированный обменный курс валют по отношению к доллару и предоставление центральным банкам возможности конвертировать доллары в золото по фиксированной цене в 35 долл. за унцию. Обменные курсы могли меняться лишь в случае нарушения равновесия по причинам фундаментального характера, что ставило барьер для проведения девальваций с целью

поддержания конкурентоспособности по аналогии с межвоенным периодом. Однако по этой же причине восстановление равновесия довольно редко происходило через ценовой механизм (обменных курсов)<sup>4</sup>, в основном сводясь к количественным изменениям (изменения во внутреннем спросе).

Авторы системы стремились также ограничить масштабы внешних диспропорций, а следовательно, потребность в финансировании отрицательного сальдо во внешних расчетах за счет притока капитала. Это достигалось путем предоставления имеющим отрицательное сальдо странам займов из взносов в национальных валютах, внесенных странами в недавно созданный МВФ, на условиях, утвержденных Советом управляющих Фонда. Однако, поскольку эти условия касались лишь запрашивающих помощь стран с отрицательным сальдо и поскольку МВФ предоставлял таким странам займы на жестких политических условиях, требуя от них в том числе девальвации валюты и проведения ограничительной денежно-кредитной и бюджетно-финансовой политики, созданная в Бреттон-Вудсе система вопреки первоначальному замыслу ее архитекторов не способствовала экономическому росту.

К началу 1960-х годов объем долларовой массы за рубежом стал превышать стоимость золотого запаса Соединенных Штатов, рассчитанную по официальной цене в 35 долл. за унцию. В результате возникла ситуация, получившая название «парадокса Триффина»: если Соединенные Штаты перестанут снабжать долларами другие страны, рост мировой торговли и доходов может остановиться, а если Соединенные Штаты продолжат подпитывать мировую торговлю и рост, осуществляя неограниченную эмиссию долларов, будет подорвана вера в их готовность конвертировать доллары в золото по фиксированной цене. Одной из попыток найти решение для этой дилеммы стало создание искусственной валюты – специальных прав заимствования (СПЗ), – что позволило центральным банкам получать от

МВФ доллары или другие имеющие широкое хождение в мире валюты без каких-либо условий. Смысл этого шага заключался в том, чтобы в условиях роста торговли и платежей страны могли обходиться без дополнительной эмиссии долларов, используя в качестве альтернативы специальные права заимствования. Однако, когда в январе 1970 года эта расчетная единица наконец появилась, стало понятно, что реформа запоздала.

## 2. Постбреттон-вудская эпоха

15 августа 1971 года Соединенные Штаты в одностороннем порядке прекратили конвертацию долларов в золото. В 1973 году бреттон-вудская система фиксированных обменных курсов окончательно рухнула. Гибкие

**Краткосрочный частный капитал стал занимать все более видное место в международных потоках ликвидности, делая их более циклическими и нестабильными...**

обменные курсы стали нормой, и в устав МВФ были внесены поправки, узаконивающие плавающие обменные курсы<sup>5</sup>. При этом МВФ было поручено «осуществлять строгий надзор за курсовой политикой членов», с тем чтобы не допускать занижения курсов валют и в интересах повышения

конкурентоспособности и их поддержания на заниженном уровне, а также сделать механизм корректировки более симметричным.

Помимо отказа от конвертируемости доллара в золото и повсеместного перехода на плавающие курсы еще одной важной особенностью постбреттон-вудской эпохи стало изменение условий предоставления ликвидности. Повышение роли краткосрочных международных потоков частного капитала, дополняющих генерирование ликвидности через дефицит счета Соединенных Штатов по текущим операциям, означало, что глобальное предложение ликвидности больше не ограничивалось так называемой «официальной ликвидностью», т.е. «получением необусловленного финансирования для погашения требований от официальных денежно-кредитных органов» (BIS, 2011: 4). Источниками официальной ликвидности служили накопленные валютные

запасы, своп-линии, открытые друг на друга центральными банками, а также транши СПЗ и займы, предоставляемые МВФ. Такая ликвидность все чаще дополнялась «частной ликвидностью» в результате трансграничных операций финансовых (например, банки) и нефинансовых (предприятия) учреждений, предоставляющих трансграничные кредиты и/или валютные займы<sup>6</sup>. По сути это означало слияние международных денежно-кредитной и финансовой систем.

Предполагалось, что плавающие обменные курсы в сочетании с поэтапной либерализацией и усилением роли международных потоков капитала в структуре международной ликвидности ослабят давление на страны с отрицательным сальдо факторов, вынуждающих идти по пути коррекции количественных параметров (т.е. сокращения внутреннего спроса), с повышением роли коррекции через ценовой механизм (обменных курсов), в том числе благодаря удорожанию валюты в странах, имеющих положительное сальдо. Это приобретало особое значение в условиях значительного увеличения международных потоков капитала после резкого повышения цен на нефть. Ожидалось также, что такие рыночные механизмы помогут странам отказаться от накопления все больших официальных резервов, предоставляя каждой стране необходимую свободу действий для достижения целей внутренней макроэкономической политики.

Однако вопреки ожиданиям в пост-бреттон-вудскую эру мир стал свидетелем периодических сильных курсовых скачков, серьезных платежных дисбалансов и роста резервов. Кроме того, внесенные в МВС новшества не помогли ей изжить сдерживающие экономический рост начала, связанные с тем, что основное бремя исправления платежных дисбалансов ложилось на плечи стран не с положительным, а с отрицательным сальдо, а либерализация международных потоков капитала сопровождалась новыми проявлениями нестабильности, связанной с волатильностью и цикличностью, изначально присущими потокам частного капитала.

До разразившегося в 2008 году глобального финансового кризиса основная часть

долларовых кредитов приходилась на банковские ссуды. Третий мировой рынок банковских операций в долларах Соединенных Штатов приходилась на операции европейских банков (главным образом из Франции, Германии, Швейцарии и Соединенного Королевства), которые искали безопасные (предположительно) активы, позволяющие выполнить минимальные требования к капиталу (например, привязанные к активам ценные бумаги, эмитированные банками Соединенных Штатов) (Borio et al., 2014). Возможно, в силу этого деятельность европейских банков сыграла более важную роль в финансировании предкризисного кредитного бума в Соединенных Штатах, чем вложения развивающихся стран в обязательства американского казначейства в целях формирования валютных резервов, несмотря на то, что эти страны порой имели внушительное положительное торговое сальдо. Напротив, после кризиса основная часть выраженных в долларах долговых обязательств стала приходиться на облигации компаний и правительств не Соединенных Штатов, а других стран. Согласно недавним оценкам Макколи и соавторов (McCauley et al., 2015), сумма долларовых кредитов, предоставленных нефинансовым заемщикам за пределами Соединенных Штатов, включая непогашенные банковские ссуды и облигации, составила в середине 2014 года 8 трлн. долл., что равняется 13% мирового объема производства, исключая Соединенные Штаты<sup>7</sup>. Эта сумма оффшорных долларовых кредитов существенно превышает соответствующие объемы кредитов в евро и йенах (в общей сложности соответственно 2,5 трлн. долл. и 0,6 трлн. долл.). Еще одной заслуживающей внимания особенностью стал гораздо более быстрый по сравнению с увеличением внутреннего кредитования рост долларовых кредитов, предоставленных заемщикам за пределами Соединенных Штатов, как в период с 2005 год до начала финансового кризиса, так и после 2009 года.

Такой взрывной рост глобального объема частной ликвидности привел к ряду последствий. Во-первых, предложение международной ликвидности стало циклическим и нестабильным, поскольку движение частного капитала происходит в рамках глобальных финансовых циклов, которые формируются под

влиянием таких движущих сил, как стремление финансовых инвесторов к более высокой доходности, наличие у них возможностей привлекать заемный капитал и решения денежно-кредитных органов развитых стран. То, какую долю от общего объема международного частного капитала получает та или иная страна, зависит от ее притягательности, т.е. от перспектив ее роста и потребностей во внешнем финансировании, а также от открытости ее капитального счета (например, Rey, 2013; Ghosh et al., 2014). В периоды бумов частная ликвидность дополняет предложение официальной ликвидности. Напротив, в периоды кризиса склонность финансовых инвесторов к риску и их способность привлекать заемный капитал снижаются, что ведет к сокращению предложения частной международной ликвидности. Такая цикличность потоков частного капитала опасна тем, что, когда проблема нехватки ликвидных средств встает перед странами с особой остротой, предложение международной ликвидности сокращается, и незатронутым остается, главным образом, лишь ее официальный компонент.

Во-вторых, увеличение предложения частной ликвидности означает, что страны, счет текущих операций которых является дефицитным, могут не принимать меры для его уравнивания до тех пор, пока они имеют достаточный доступ к частным заемным средствам. Однако зачастую это достигается ценой усиления циклических процессов и отрыва курсовой динамики от фундаментальных показателей. Без ограничения притока капитала или вмешательства в работу валютного рынка центрального банка, с тем чтобы приток капитала не привел к удорожанию национальной валюты, этот процесс будет автоматически усиливаться, ведя к увеличению торгового дефицита и притока капитала, с которым нельзя будет справиться никакими другими экономическими или институциональными инструментами. Участникам мировых финансовых рынков останется лишь верить в устойчивость этого процесса, но и эта вера в конечном счете улетучится.

В-третьих, кризис платежного баланса лучше объяснять, оперируя валовыми, а

не чистыми потоками (или изменениями в физических объемах и ценах на поступающие в торговый оборот товары и услуги). Они влияют и на состояние счета текущих операций, поскольку наличие крупных валовых активов или обязательств генерирует мощные потоки инвестиционных доходов. Их чистое влияние на счет текущих операций развивающихся стран, как правило, является отрицательным не только потому, что финансовые обязательства этих стран обычно превосходят активы, но и в силу разницы между уплачиваемыми и получаемыми процентами.

---

...в ответ развивающиеся страны стремятся застраховаться, накапливая крупные валютные резервы...

---

Более того, когда валовый приток неожиданно прекращается, а валовый отток одновременно с этим резко увеличивается, это отрицательно сказывается на чистом притоке капитала в страну, что с точки зрения влияния на обменный курс равнозначно ухудшению состояния ее счета текущих операций. Подобные изменения особенно пагубны в случае существования серьезного дисбаланса в валютной структуре потоков капитала; резкое снижение обменного курса может в свою очередь затруднить обслуживание задолженности и привести к дефолту. Подобный риск усиливается, в частности, когда указанный дисбаланс имеет место в частном секторе, который не может оперативно воспользоваться валютными резервами для того, чтобы компенсировать нехватку ликвидности.

С 1970-х годов в странах с формирующимися рынками возникал целый ряд финансовых кризисов, которые были тесно связаны с резким изменением направленности потоков частного капитала (см. главу II). Опыт заставил интегрированные в финансовую систему развивающиеся страны накапливать официальную ликвидность, создавая резервы иностранной валюты. Это делалось по двум причинам: во-первых, они стремились застраховаться от возможной нехватки ликвидности, вызванной резким прекращением и разворотом потоков капитала; и, во-вторых, такое накопление резервов являлось побочным следствием интервенций на валютных рынках, призванных не допустить удорожания национальной валюты

вследствие притока капитала, не связанного с финансированием импорта. Это означает, что накопление резервов в значительной мере можно считать политической мерой, призванной сгладить негативное влияние международных циклических потоков капитала на национальную экономику.

Данная стратегия имеет еще одну цель – не полагаться в кризисных ситуациях на МВФ, поскольку глубина макроэкономического спада во многом определяется теми политическими условиями, с которыми МВФ увязывает выделение кредитов. Как приходилось признавать и самому Фонду, эти условия нередко основывались на неверной оценке исходных проблем (*ДТР за 2001 и 2011 годы*; IMF, 2011a).

Помимо соображений предосторожности, накопление валютных резервов может иметь и иные причины, связанные с выбором валютного режима или с конкретными макроэкономическими стратегиями. Это особенно актуально для стран, стремящихся обеспечивать внутренний рост посредством стимулирования чистого экспорта или осуществляющих интервенции

на валютных рынках в целях поддержания внешней конкурентоспособности. Такие стратегии роста, имеющего экспортную ориентацию, иногда приводят к появлению крупного положительного сальдо по счету текущих операций.

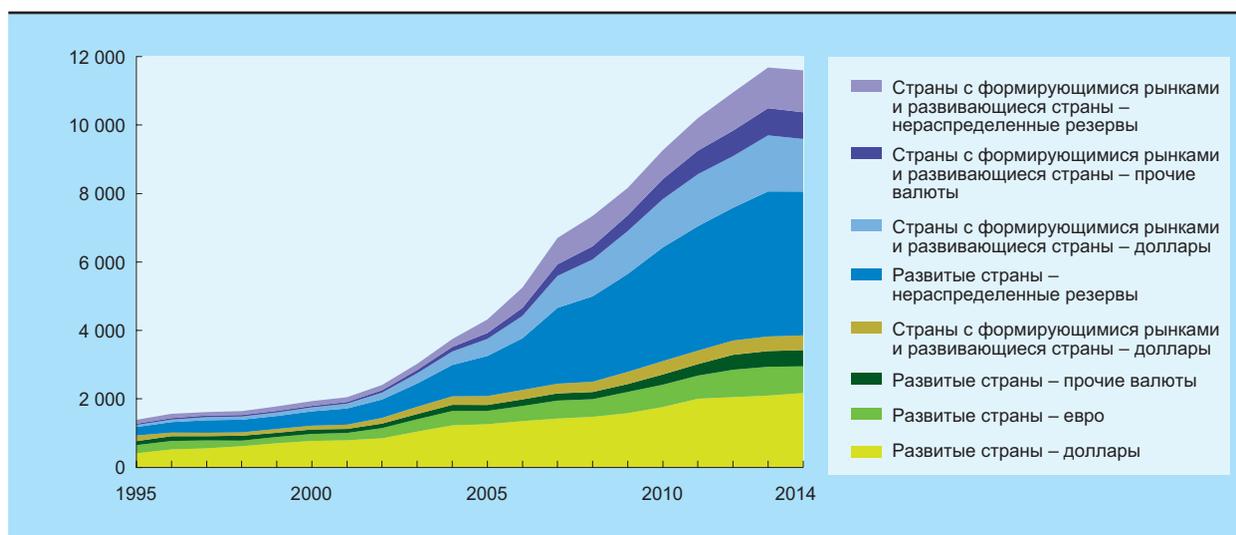
Общий размер валютных резервов с начала тысячелетия сильно вырос и вплотную приблизился в 2014 году к 12 трлн. долл. США (диаграмма 3.1). Развивающиеся страны обеспечили основную часть прироста, который был особенно сильным в Китае. В 2014 году на Китай приходилась примерно треть мировых валютных резервов и около 45% резервов развивающихся стран<sup>8</sup>.

По традиционным меркам, т.е. с точки зрения потребностей в средствах для компенсации сокращения экспортных поступлений или краткосрочных (до одного года) внешних займов (так называемое правило достаточности резервов Гвидотти-Гринспена), такой объем резервов порой считали «чрезмерным». В то же время эмпирические наблюдения говорят о том, что при оценке достаточности резервов следует учитывать и такие дополнительные факторы,

Диаграмма 3.1

### ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ РЯДА ГРУПП СТРАН В РАЗБИВКЕ ПО ВАЛЮТАМ, 1995–2014 ГОДЫ

(В млрд. текущих долл.)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе IMF, 2015a.

**Примечание:** Поскольку открытые данные о структуре валютных резервов Китая отсутствуют, на диаграмме их распределение за весь период показано по оценкам на 2014 год (*Financial Times*, 15 April 2014), т.е. две трети этих резервов хранятся в долларах США, четвертая часть – в евро, остальная часть – в других валютах.

как открытость финансового сектора, желаемая стабильность обменного курса и глубина отечественной банковской системы. В кризисных ситуациях директивным органам, старающимся предотвратить или сгладить масштаб обесценения национальной валюты, приходится сталкиваться не только с давлением на валюту вследствие резкого прекращения притока средств из-за рубежа или начала их оттока, но и с неожиданным изъятием ликвидных депозитов из национальной финансовой системы («внезапное бегство капитала»). Это означает, что достаточность резервов зависит от типа экономики<sup>9</sup>. Для интегрированных в мировую финансовую систему стран достаточность резервов можно оценивать по правилу Гвидотти-Гринспена, а также по размеру совокупной денежной массы как возможного источника бегства капитала резидентов. Для многих наименее развитых стран (НРС), которые не столь глубоко встроены в мировые финансовые рынки, полезной отправной точкой остаются традиционные торговые критерии, после которых для более точной оценки следует учитывать и специфические для той или иной страны факторы. Достаточность резервов в развитых странах зависит от наличия у них доступа в этих целях к другим источникам официальной международной ликвидности (например, в рамках действующих между центральными банками соглашений о валютном свопе, о которых пойдет речь в следующем разделе). В противном случае им придется полагаться на резервы для снижения рисков нехватки долларовой ликвидности и вызванных ей сбоях в функционировании валютных рынков для банковских и небанковских балансов, а также для ограничения негативных последствий подобных ситуаций в случае их возникновения (более подробно этот вопрос рассматривается, например, в IMF, 2015b).

Большой объем накопленных валютных резервов вызвал к жизни новую разновидность парадокса Триффина. Изначально парадокс был связан с размером официальных долларовых резервов и с уверенностью их владельцев в том, что Соединенные Штаты конвертируют эти накопления в золото по фиксированной

цене. Новая разновидность дилеммы исходит из комбинации двух факторов: во-первых, продолжающееся накопление валютных резервов связано с дальнейшим приобретением предположительно безрисковых активов – государственных ценных бумаг в странах-эмитентах резервных валют; и, во-вторых, для этого владельцы валютных резервов должны быть уверены в том, что казначейские ценные бумаги и резервные валюты не будут обесцениваться, поскольку это будет означать снижение покупательной способности их накоплений (Aglietta and Coudert, 2014)<sup>10</sup>. В средне- и долгосрочной перспективе статус доллара как главной международной валюты будет зависеть отчасти от бюджетно-финансовой политики и динамики развития Соединенных Штатов и других крупных стран (Eichengreen, 2011), а отчасти от наличия альтернатив, которые могут бросить ему вызов.

Такие альтернативы пока не проявили себя. Можно было ожидать, что разразившийся в Соединенных Штатах в 2008 году глобальный финансовый кризис серьезно ослабит международную роль доллара<sup>11</sup>. Однако за период, прошедший с начала кризиса, господство доллара как международной валюты осталось непоколебимым и даже усилилось (Prasad, 2013). Сколь-либо заметной диверсификации с отказом от использования доллара в международных торговых расчетах так и не произошло (Goldberg and Tille, 2008; Auboin, 2012)<sup>12</sup>. Более того, доллар сохранил господствующее положение на валютных рынках, поскольку он продолжает использоваться в 85% валютных операций в мире, которые проводятся либо полностью в долларах, либо предполагают совершение обмена между долларом и другими валютами (BIS, 2014; Goldberg, 2011)<sup>13</sup>. Кроме того, доллар остается центральной валютой в валютных системах многих стран и продолжает преобладать в валютных резервах центральных банков: в официальной структуре таких резервов как развитых, так и развивающихся стран долларовые активы занимают примерно две трети (диаграмма 3.1). Более того,

---

...Однако связанный с этим переток ресурсов в страны-эмитенты резервных валют делает МВС в высшей степени неравноправной.

---

доллар остается главной валютой и на международных рынках капитала.

Обобщая сказанное выше в настоящем разделе, можно отметить, что система долларова стандарта в ее нынешнем виде не отличается ни стабильностью, ни равноправием. Получившие широкое распространение плавающие валютные курсы, заметная роль международных потоков частного капитала как источника международных ликвидных средств, а также акцент в макроэкономической политике на национальные приоритеты привели к сильным колебаниям предложения международной ликвидности и формированию зачастую довольно глубоких внешнеэкономических диспропорций, корректировка которых обычно происходит через кризис. Таким образом, система в ее нынешнем виде не обеспечивает достаточного уровня глобальной

макроэкономической и финансовой стабильности. Интегрированные в финансовую систему развивающиеся страны решили бороться с этим недостатком, накапливая крупные валютные резервы, несмотря на то, что связанный с этим переток ресурсов в страны-эмитенты резервных валют делает систему в высшей степени неравноправной<sup>14</sup>. Формирование глубоких внешнеэкономических диспропорций, нередко в условиях нестабильных потоков капитала, и беспорядочность усилий по их исправлению свидетельствуют о необходимости установления ограничений на размер таких диспропорций. Кроме того, необходимо найти более эффективные формы предложения валютной ликвидности, особенно в кризисных ситуациях, которые бы дополняли, а, в конечном счете, и заменили собой крупные валютные резервы, накапливаемые в качестве меры предосторожности. Эти вопросы рассматриваются в следующем разделе.

---

## С. Реформирование международной валютной системы

---

Между степенью комплексности многих предложений о реформировании МВС и их осуществимостью существует обратная связь. В первую очередь это относится к предложениям, направленным на то, чтобы вернуться к в большей мере основанной на четких правилах координируемой многосторонней системе, призванной решать все три упомянутые в вводной части задачи. Большинство этих предложений имеют давнюю историю и периодически всплывают после серьезных международных финансовых кризисов. Это неудивительно.

Действительно, такие предложения служат ориентиром для разработки более постепенных, но реалистичных реформ, которые могут получить единодушную поддержку в ближайшем будущем. В этой же связи встает и вопрос о том, повышает ли нынешняя неудовлетворительная ситуация в мировой экономике шансы на политическое признание необходимости проведения всеобъемлющих реформ, а также на формирование многостороннего консенсуса и координацию макроэкономической политики, без которых невозможен их успех.

Настоящий раздел начинается с рассмотрения некоторых из этих всеобъемлющих предложений. Затем в ней рассматривается вторая категория менее масштабных предложений, которые, однако, легче воплотить в жизнь. К этой категории, как правило, относятся реформы, которые, помимо увеличения предложения безрисковых активов и особенно доступности официальной ликвидности в периоды кризисов, должны быть направлены на снижение роли потоков частного краткосрочного капитала как источника международных ликвидных средств. Это поможет ограничить как потребность в валютных резервах, так и накопление диспропорций по текущему счету, которые однажды могут выйти из-под контроля. Подобные реформы, по всей видимости, вполне можно увязать с мерами, направленными на увеличение вклада стран, имеющих положительное сальдо. Изучаются и возможности принятия различных мер на региональном уровне или на уровне групп стран – например, обеспечение предложения ликвидности, надзора за проводимой политической или более равномерного распределения той нагрузки, которая ложится на страны в процессе исправления диспропорций. Принятие таких мер на региональном или межрегиональном уровне может помочь усовершенствовать существующую систему, которая заставляет развивающиеся страны нести бремя неупорядоченных усилий по ее корректировке и накапливать крупные валютные резервы и тем самым ставит их в неравное положение. Предложения углублять региональную валютно-финансовую интеграцию между развивающимися странами на нынешнем этапе могут быть более реалистичными в политическом плане, чем всеобъемлющие глобальные реформы, закладывая при этом основу для проведения таких глобальных реформ в будущем.

Настоящий раздел не содержит плана построения новой МВС; речь в нем идет о том, как авторы существующих предложений намереваются решать три извечные задачи МВС. Кроме того, в нем анализируются условия реализации этих предложений, призванных заложить основы глобальной макроэкономической и финансовой стабильности.

## 1. Построение нового глобального валютно-финансового порядка

Сторонники построения нового глобального валютно-финансового порядка нередко подчеркивают потребность в мировой валюте и обычно исходят из того, что постбреттонвудский режим регулируемого плавания не оправдал ожиданий. Одним из главных недостатков системы они называют слишком сильные колебания обменных курсов, которые постоянно угрожают стабильному росту мировой торговли и доходов (Mundell, 2012).

Переход к мировой валюте с точки зрения некоторых экономистов (например, Mundell, 2012) должен проходить в естественной последовательности, которая должна начинаться с определения целевых зон для трех главных резервных валют; за этим должно последовать создание многовалютного союза с фиксацией обменных курсов, установлением

Между всеобъемлющими и реально осуществимыми реформами существует обратная зависимость.

целевого уровня инфляции и созданием объединенного комитета по денежно-кредитной политике и механизма координации бюджетно-финансовой политики; и, наконец, переход к механизму мировой валюты, первоначально представля-

ющему собой взвешенную корзину из трех основных валют, к которому постепенно должны присоединяться и другие страны<sup>15</sup>. Линь (Lin, 2013) предлагает альтернативный механизм перехода к новой мировой валюте, эмиссия которой должна регулироваться международным договором и увеличиваться в соответствии с четко прописанными правилами. Этот механизм должен увязываться с системой фиксированных, но допускающих корректировку курсов обмена глобальной валюты и всех национальных валют. Признавая, что подобные предложения в прошлом не встречали широкого понимания, их сторонники утверждают, что учащение валютных кризисов и снижение веса Соединенных Штатов в мировой экономике могут убедить страны в том, что подобная перестройка МВС будет отвечать как их собственным интересам, так и целям глобальной экономической стабильности (Mundell, 2012).

Отрицательное влияние несбалансированности обменных курсов на торговые потоки породило предложения о координации многосторонних обменных курсов, которые можно рассматривать как один из этапов перехода к мировой валюте (первый этап программы перехода, предложенной Манделлом). Однако, поскольку такие предложения представляются трудно осуществимыми, поиск приемлемой системы регулирования обменных курсов сам по себе уже можно считать полноценной реформой<sup>16</sup>, особенно в том случае, если координация курсовой политики будет проводиться в соответствии с правилами, позволяющими предотвратить образование серьезного внешнеэкономического дефицита вследствие межстрановых различий в ценах и издержках производства. Таким образом, главной задачей становится создание системы валютных курсов, направленной на предупреждение колебаний реальных обменных курсов и обеспечение глобальной макроэкономической стабильности (*ДТР за 2009 и 2011 годы*).

Ориентация усилий по координации мер международной политики на регулирование обменных курсов имеет ряд преимуществ. Так, она может основываться на обязательствах стран согласно статье IV Устава МВФ осуществлять взаимодействие в целях «обеспечения упорядоченности валютных режимов» и «содействия стабильности системы обменных курсов». Более того, согласование на многостороннем уровне обменных курсов обеспечит и многостороннюю согласованность внешних позиций отдельных стран. Действительно, немногие примеры эффективной международной координации на политическом уровне связаны главным образом с исправлением курсовых диспропорций, например в рамках Соглашения «Плаза» и Луврского соглашения в 1980-х годах. В то же время любые попытки координировать курсовую политику неизбежно натолкнутся на серьезные трудности при определении критериев как для первоначального установления целевых курсов, так и для их изменения, при установлении причин серьезного отклонения фактических курсов от их целевых значений и

---

Создание новых многосторонних механизмов остается долгосрочной целью любых всеобъемлющих реформ.

---

при решении вопроса о целесообразности их корректирования<sup>17</sup>. Помимо этого, для сохранения обменных курсов в целевом диапазоне, обеспечивающем разумную степень валютной стабильности, потребуется координация политики и согласие директивных органов в определенной степени пожертвовать свободой действий. В отсутствие норм, регулирующих международное движение капитала, такая координация будет сильно затруднена или вообще окажется невозможной. Более того, предпринимаемые сегодня многими центральными банками одновременные попытки снизить курс своих валют свидетельствуют о том, что обменные курсы остаются важным политическим инструментом, используемым главным образом для защиты национальных экономических интересов.

Сокращение предложения частной ликвидности во время финансовых кризисов и невозможность быстро получить доступ к официальной ликвидности при наличии острой потребности в финансировании способствовали возрождению интереса к созданию более диверсифицированной МВС. Для этого на смену долларовому стандарту должна прийти многовалютная система, в которой важную роль будет играть целый ряд международных валют – доллар, евро, юань и, возможно, другие валюты. По мнению некоторых экспертов, такая система имеет целый ряд достоинств (см., например, Farhi et al., 2011; Lee, 2014), поскольку она повышает эластичность предложения ликвидности и помогает в значительной мере решить дилемму Триффина. Они утверждают, что это даст странам альтернативные возможности для диверсификации своих валютных резервов и заставит страны-эмитенты резервных валют проводить более ответственную политику, не позволяя им злоупотреблять якобы имеющейся у них чрезмерной привилегией печатать резервную валюту, преследуя узкие национальные интересы в ущерб интересам глобальным. Помимо этого, отвергая идею существования внешнего сетевого эффекта от использования одной международной валюты, можно признать, что многовалютная система будет более

экономически эффективной, поскольку она позволит использовать те валюты, которые более удобны для финансирования экономических операций между представителями тех или иных валютных блоков, что поможет им сократить транзакционные издержки. Как отмечают некоторые специалисты, история видела немало эпизодов сосуществования международных валют (Eichengreen, 2005).

По мнению других специалистов, любой центральный банк, являющийся эмитентом международной валюты, в своих решениях руководствуется исключительно национальными интересами, а не потребностями международной платежной системы или мировой экономики. Не защищена от данной проблемы и многовалютная система. Более того, конкуренция между валютами оказывает дисциплинирующее влияние на участников системы лишь тогда, когда эти валюты являются взаимозаменяемыми. Однако в этом случае возникает угроза резкого и глубокого изменения обменных курсов, причем не только в переходный период, когда центральные банки диверсифицируют портфели своих резервов, но и после завершения создания такой системы. Дело в том, что многовалютная система усиливает риск того, что перед лицом событий, которые могут негативно отразиться на стоимости валютных портфелей, или в их преддверии держатели валютных резервов постараются быстрее других перевести их из одной валюты в другую. Другие держатели резервов могут истолковать такую конверсию как сигнал приближения кризиса и также постараются быстро конвертировать свои портфели. В итоге это спровоцирует сильную волатильность обменных курсов резервных валют.

Помимо сомнений в стабильности многополярной валютной системы встает вопрос о том, какие валюты будут использоваться в сочетании с долларом. Важную роль в расширении использования той или иной валюты в качестве

международной играют рыночные силы, хотя государства иногда стараются стимулировать или наоборот ограничить использование своих валют в этих целях (Roosa, 1982)<sup>18</sup>. В последнее время, особенно до начала кризиса евро в 2011 году, эта валюта серьезно покушалась на доминирующие позиции доллара как международной валюты. Конкурентом доллара ей позволили стать масштабы экономики еврозоны, сопоставимой с экономикой Соединенных Штатов, а также размер ее экспорта на мировые рынки. Кроме того, в еврозоне существуют развитые финансовые рынки и банки, деятельность которых носит международный характер. С другой стороны, хотя еврозона не испытывает недостатка в государственных долговых

инструментах, за евро стоит разнородная группа стран, объединяемых в довольно размытую федеративную конструкцию, в которой для таких долговых инструментов нет единого рынка. Более того, Пакт стабильности и роста и упор Европейского центрального банка (ЕЦБ) исключительно на поддержание стабильных цен не позволяют государствам-членам проводить такую стимулирующую рост макроэкономическую политику, которая может понадобиться странам-эмитентам резервных валют для компенсации

негативного влияния на производство и занятость отрицательного сальдо счета по текущим операциям, вызванного спросом других стран на безрисковые активы в форме государственных ценных бумаг. Это является серьезной проблемой, особенно сегодня, когда экономика еврозоны не демонстрирует особого динамизма.

Повышение международной роли юаня представляется логическим следствием увеличения веса Китая в мировой экономике. С 2009 года китайское правительство активно поощряет интернационализацию юаня, отчасти вследствие низких темпов углубления регионального финансового сотрудничества в Азии, очевидного отсутствия у международного сообщества заинтересованности в реформировании

---

Сокращение предложения частной ликвидности во время финансовых кризисов и невозможность быстро получить доступ к официальной ликвидности при наличии острой потребности в финансировании способствовали возрождению интереса к созданию более диверсифицированной МВС.

---

МВС и нежелания столкнуться с серьезными капитальными потерями в случае уменьшения стоимости валютных резервов страны (Yu, 2014)<sup>19</sup>. Более того, Китай уже начинает получать выгоды от интернационализации юаня, в том числе благодаря снижению транзакционных издержек в торговле и ослаблению потребности в дальнейшем накоплении валютных резервов. В этой связи следует отметить, что в ходе запланированного на конец 2015 года пятидесятого пересмотра корзины СПЗ Совет управляющих МВФ рассмотрит возможность включения юаня в корзину валют, на основе которой рассчитывается стоимость СПЗ. Для этого потребуется оценить, достаточно ли широко используется юань и является ли эта валюта «свободно используемой» (Zhou, 2015; IMF, 2011b).

В то же время бытует мнение, что, поощряя интернационализацию юаня, Китаю будет не просто защититься от чрезмерной финансовой нестабильности. Потребуется ослабить валютный контроль, продолжить реформирование внутреннего финансового рынка, поощрять конвертируемость юаня для операций по счету движения капиталов<sup>20</sup>, повысить гибкость обменного курса, позволить рынку определять уровень процентных ставок, перевести работу банков на коммерческие рельсы и эффективно решать проблему высокой задолженности корпоративного сектора и местных органов управления (Eichengreen, 2011; Yu, 2014)<sup>21</sup>. Таким образом, хотя интернационализация юаня и является долгосрочным процессом, нет никаких сомнений в том, что дальнейшее усиление роли Китая в мировой экономике будет двигать его вперед<sup>22</sup>.

Поскольку проект создания мировой валюты может растянуться на очень долгие годы, а переход к многовалютной системе может не помочь в укреплении глобальной финансовой стабильности и в любом случае будет происходить поэтапно и потребует времени, новую жизнь получило предложение повысить роль СПЗ в международной валютной системе, которое обсуждалось еще в 1960-х годах. Идею заменить доллар СПЗ в качестве глобальной

международной валюты поддержали, в частности, Управляющий Народного банка Китая (Zhou, 2009), комиссия Организации Объединенных Наций (United Nations, 2009) и ряд представителей научных кругов (Kenen, 2010a; Ocampo, 2011 и 2014).

Подобно идеологам многовалютной системы сторонники системы, основанной на СПЗ, также утверждают, что этот шаг сделает гораздо более ответственной политику Соединенных Штатов и тем самым будет способствовать укреплению глобальной макроэкономической стабильности. В зависимости от того, как будет происходить эмиссия СПЗ, построенная на них система также позволит снизить потребность в накоплении резервов в качестве меры предосторожности, расходы на хранение резервов, сформированных из заемных средств, и ориентацию нынешней системы на обслуживание интересов страны-эмитента резервной валюты. Более того, с созданием системы, в основе которой будут лежать СПЗ, утратит свое значение парадокс Триффина. Такая система отделит предложение официальной международной ликвидности от национального эмитента, и с появлением реальной альтернативы национальным валютам как резервным активам у держателей крупных валютных резервов исчезнут основания опасаться за их покупательную способность. Помимо этого, поскольку в основе СПЗ лежит корзина валют<sup>23</sup>, диверсификация долларовых активов будет сопровождаться гораздо меньшими валютными колебаниями, чем переход к многовалютной системе, что сведет к минимуму угрозу для международной финансовой стабильности.

С другой стороны, переход к МВС, ядром которой станут СПЗ, сопряжен с рядом технических и институциональных вопросов, касающихся того, как будет происходить эмиссия СПЗ, как будет регулироваться диверсификация долларовых резервных активов и как будут осуществляться необходимые институциональные изменения (United Nations, 2009; Ocampo, 2011; и Erten and Ocampo, 2012)<sup>24</sup>. Для

---

Повышение международной роли юаня представляется логическим следствием долговременного процесса увеличения веса Китая в мировой экономике.

---

поддержки стабильного расширения международных операций МВФ необходимо наделить правом выпускать СПЗ чаще, чем раз в пять лет, как это происходит сегодня в рамках очередных пересмотров, когда цель размещения СПЗ заключается в удовлетворении долгосрочных глобальных потребностей в дополнительных резервных активах. Распределять СПЗ среди государств-членов можно будет на более регулярной основе либо в соответствии с установленными квотами на тех же принципах, что и сегодня, т.е. исходя из оценок глобальных потребностей в резервных активах (IMF, 2011a), но делать это чаще и в гораздо большем объеме<sup>25</sup>, либо же выделяя развивающимся странам больше СПЗ, чем предусмотрено их квотами<sup>26</sup>. Кроме того, чтобы не превратить эмиссию СПЗ в субститут необходимых мер системной корректировки, гарантируя при этом доступность чрезвычайного официального финансирования в периоды кризисов, МВФ можно было бы наделить правом проводить антициклическую эмиссию СПЗ, например, увеличивая ее в периоды глобальных финансовых потрясений и сокращая по мере нормализации финансовой ситуации<sup>27</sup>. Вместе с тем, поскольку чрезвычайные потребности в официальной ликвидности в периоды кризисов возникают главным образом у развивающихся стран, а система квот МВФ сильно смещена в пользу развитых стран, необходимо самым серьезным образом подойти к пересмотру системы квот. Поскольку реформа этой системы, решение о необходимости проведения которой было принято в 2010 году, постоянно откладывается в ожидании его ратификации конгрессом Соединенных Штатов, вряд ли можно рассчитывать на то, что это случится в ближайшем будущем<sup>28</sup>.

Для того чтобы еще больше снизить возможные колебания обменных курсов в условиях перехода от использования долларовых резервных активов к активам, выраженным в СПЗ, процессом диверсификации можно было бы управлять при помощи так называемого «счета замещения», как это предлагалось в ходе обсуждения реформы МВФ в 1970-х годах.

Этот находящийся в управлении МВФ счет использовался бы центральными банками и правительствами государств-членов для размещения всех своих долларовых резервов или их части в обмен на права требования, выраженные в СПЗ<sup>29</sup>. При переходе к МВФ, основанной на СПЗ, должно исчезнуть и проводимое Фондом различие между так называемыми общими ресурсами, выраженными в национальных валютах государств-членов, и счетами СПЗ. Поскольку СПЗ представляют собой права требования к той или иной валюте, все они должны быть гарантированы центральными банками – эмитентами валют, входящих в корзину СПЗ. В то же время ни один из центральных банков-андеррайтеров не может повлиять на то, по отношению к какой валюте держатель СПЗ реализует свои права требования. Любому

центральному банку будет не просто согласиться с такой утратой контроля над денежным предложением.

Серьезной реформой стало бы не обсуждение существующих квот, а расширение международной роли СПЗ и изменение правил их эмиссии в целях более

гибкого удовлетворения потребностей стран-членов. Поскольку постоянно откладываются даже сравнительно мелкие преобразования, например перераспределение квот, продвижение вперед в создании основанной на СПЗ системы сопряжено с такими экономическими и политическими проблемами, которые ставят под вопрос ее появление.

## 2. Реформа золотого стандарта

Как указывалось в главе II, в период с начала 1990-х по начало 2000-х годов ряд развивающихся стран пережил несколько циклов бурного роста и обвального падения международных потоков частного капитала, спровоцировавших целую серию кризисов платежных балансов в этих странах. В частности, азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов дал толчок дискуссиям на тему о том, какая система глобального управления совместима с

---

Несмотря на все его недостатки, долларový стандарт, по всей видимости, продолжит свое существование в обозримом будущем.

---

гибкими обменными курсами и крупными потоками частного капитала и какую роль в такой системе должен играть МВФ (*ДТР за 2001 год*). Поскольку предложения регулировать и стабилизировать международные потоки капитала были сразу же отмечены, по итогам этих дискуссий было рекомендовано использовать такие меры национальной политики, которые служат своего рода инструментами самозащиты, а также создать в рамках МВФ превентивные механизмы «предкризисного» кредитования.

Поскольку потоки капитала реагируют главным образом на условия на рынках развитых стран, эффективные механизмы самозащиты в развивающихся странах в основном нацелены на накопление валютных резервов. Новый подход МВФ к кредитованию был призван ослабить уязвимость своих членов перед последствиями расположения кризисных явлений, вызванных ухудшением состояния текущего счета в других странах, благодаря проведению так называемой «рациональной политики». МВФ предоставлял предварительно согласованные кредиты странам, отвечающим заранее оговоренным требованиям, на цели восполнения дефицита ликвидности, который мог остаться даже после использования ими своих резервов. МВФ предоставлял такое финансирование при том условии, что потенциальные бенефициары брали на себя обязательство проводить политику, которую рынки частного капитала сочли бы надежной защитой от кризиса доверия. Для этого были созданы новые механизмы кредитования, которые не слишком оправдали возлагавшиеся на них ожидания. Так, кредитная линия, открытая МВФ в 1999 году для удовлетворения непредвиденных потребностей, оставалась невостребованной и в ноябре 2003 года была закрыта, поскольку потенциальные заемщики опасались того, что обращение за подобным кредитом станет сигналом о надвигающихся проблемах, о которых участникам рынка не было известно, что может закончиться не увеличением притока частного капитала, а его прекращением. Аналогично этому, гибкая кредитная линия, открытая МВФ в 2009 году, была использована всего тремя странами – Колумбией, Мексикой и Польшей, – несмотря на менее жесткие требования, предъявляемые к потенциальным бенефициарам. Еще один механизм – линия превентивной поддержки

и ликвидности – был создан в интересах стран, проводивших грамотную политику, но не имевших права воспользоваться гибкой кредитной линией по причине определенной уязвимости. Ей воспользовались лишь две страны – бывшая югославская Республика Македония и Марокко (IMF, 2015c и 2015d)<sup>30</sup>. В результате доступ к официальной ликвидности в периоды потрясений стал осуществляться через другие инструменты, например механизмы валютных свопов.

#### *а) Механизмы валютных свопов между центральными банками*

Важнейшим механизмом, позволяющим в экстренном порядке получить доступ к необходимой ликвидности, стали валютные свопы между центральными банками. Когда обвал на финансовых рынках в Соединенных Штатах в конечном счете привел в 2007–2008 годах к глобальному финансовому кризису, проблема сокращения межбанковского финансирования вышла за пределы финансовых рынков Соединенных Штатов, вызвав острый дефицит долларовой ликвидности во всем мире<sup>31</sup>. Через свои традиционные механизмы Федеральная резервная система могла обеспечивать ликвидностью банки Соединенных Штатов, но не транснациональные банки, многие из которых базируются в других развитых странах и которые до кризиса имели доступ к дешевому долларовому финансированию благодаря своей работе на рынках Соединенных Штатов. В этих условиях в декабре 2007 года Федеральная резервная система стала проводить валютные свопы с рядом зарубежных центральных банков. В определенном смысле эти операции стали международным продолжением нетрадиционных мер внутренней денежно-кредитной политики, которые многие центральные банки стали принимать в этот период, за одним важным отличием – международные своп-операции проводились на основе координации.

Механизмы валютных свопов между центральными банками представляют собой соглашения, в которых участвуют центральные банки двух или большего числа стран и которые позволяют одному из них обеспечивать

иностранный ликвидностью находящиеся под его юрисдикцией банки в случае внезапно возникшей нехватки такой ликвидности. С учетом доминирования доллара на мировых межбанковских рынках и того факта, что большая часть местных валютных займов номинирована именно в этой валюте, Федеральная резервная система Соединенных Штатов является участницей многих подобных соглашений.

Попытки решить проблемы ликвидности при помощи валютных свопов с фактическим превращением Федеральной резервной системы Соединенных Штатов в международного кредитора последней инстанции опирались на три основные посылки. Во-первых, центральные банки могут действовать быстро. Во-вторых, их эмиссионные возможности практически не ограничены; и, в-третьих, получение международной ликвидности благодаря своп-соглашению с центральным банком – эмитентом валюты, дефицит которой возник, не влечет никаких последствий для обменных курсов. С другой стороны, когда иностранный центральный банк продает свою валюту для покупки, например, долларов на спотовом рынке, масштабный характер операции окажет сильное понижательное давление на курс национальной валюты. Это не облегчит, а лишь усложнит привлечение необходимой для фондирования коммерческих банков ликвидности и окажет повышательное давление на доллар, что может дестабилизировать финансовые рынки Соединенных Штатов.

Кроме того, многие центральные банки, в том числе из развивающихся стран, которые накопили внушительные резервы, не горели желанием потратить значительную часть своих долларовых активов на решение проблем с долларовой ликвидностью. Они опасались того, что их резервов может не хватить для урегулирования проблем с ликвидностью, если они начнут

сталкиваться с оттоком капитала, и что чрезмерно активное использование резервов лишь усилит неопределенность на рынке и обострит дефицит долларов. Действительно, по некоторым оценкам, долларовые резервы многих

центральных банков по состоянию на начало кризиса были меньше тех сумм, которые они впоследствии заняли через механизмы свопа. Таким образом, их резервов не хватило бы для улучшения ситуации с фондированием финансовых учреждений и улучшения функционирования рынка межбанковского кредитования в период потрясений (Obstfeld et al., 2009)<sup>32</sup>. Более того, Федеральная резервная система Соединенных Штатов хорошо понимала, что массовая распродажа ценных бумаг американского казначейства центральными банками вполне может усилить потрясения на финансовых рынках Соединенных Штатов.

По мнению некоторых специалистов (например, Allen and Moessner, 2010; Bordo et al., 2014), выбор партнеров для участия в этих своп-соглашениях (особенно ЕЦБ), объяснялся

их размерами и тем, какое потенциальное влияние глубокий банковский кризис в пределах их юрисдикции мог оказать на мировые финансовые рынки<sup>33</sup>. С этой точки зрения, открытые Федеральной резервной системой Соединенных Штатов своп-линии являются примером успешного

сотрудничества центральных банков в решении глобальных проблем. Другие специалисты (e.g. Aizenman and Pasricha, 2010; Prasad, 2013), со своей стороны, утверждают, что такое сотрудничество стало всего лишь результатом совпадения интересов в особых условиях, создавшихся в тот период, поскольку банковские системы участвующих в нем стран накопили большой объем обязательств перед банковской системой Соединенных Штатов, а сами эти страны имели хорошую суверенную кредитную историю. Это может означать, что, заключая

Валютные свопы между центральными банками сегодня превратились в важнейший механизм, позволяющий в экстренном порядке получить доступ к необходимой ликвидности...

...однако своп-операции центральных банков развитых стран осуществляются с учетом потребностей в первую очередь именно этих стран.

своп-соглашения, Соединенные Штаты действовали в собственных интересах и попросту стремились контролировать ситуацию, которая несла в себе системные риски для банковского сектора этой страны.

Народный банк Китая (НБК) не обращался к Федеральной резервной системе Соединенных Штатов с просьбой об открытии своп-линии, поскольку он имел доступ к очень крупным долларовым резервам, размер которых в апреле 2014 года, по некоторым оценкам, составлял 3,8 трлн. долл., или примерно половину от общемирового объема (Aizenman et al., 2015). Кроме того, китайские банки финансируются в основном из внутренних источников и осуществляют очень мало международных операций, для которых требуется долларовая ликвидность.

Вместо этого НБК сам заключил своп-соглашения с широким кругом других центральных банков, главным образом из развивающихся стран<sup>34</sup>. В то же время, по общему мнению, главная цель этих соглашений заключалась не в решении проблемы нехватки ликвидности, а в стимулировании процесса интернационализации юаня за счет увеличения доли торговых операций, номинированных и оплаченных в юанях (РВОС, 2012: 68), возможно, с тем, чтобы свести на нет действие внешних сетевых факторов, которые помогают доллару сохранять роль господствующей валюты платежа и расчетов в международных торговых операциях<sup>35</sup>. О долгосрочных целях таких своп-соглашений свидетельствует и то, что НБК заключает их в юанях сроком на три года с возможностью продления. Этим они отличаются, например, от своп-соглашений, заключенных НБК в рамках Чиангмайской инициативы многосторонности, которые номинированы в долларах и направлены на укрепление защитного потенциала государств-членов в периоды финансовых кризисов. О них пойдет речь ниже.

Отсутствие решительных реформ продолжает толкать страны к накоплению все больших резервов...

.....однако это чревато серьезными рисками как для самих этих стран, так и для мировой экономики.

В контексте настоящей главы особый интерес может представлять своп-соглашение, которое было заключено НБК с Аргентиной в июле 2014 года и позволяет аргентинскому центральному банку при необходимости обменивать полученные в обмен на аргентинские песо юани на другие валюты, в том числе на доллары. По сути это означает, что юани могут использоваться для пополнения валютных резервов наравне с долларами. Такие «ваучеры»

на приобретение долларов высвобождают существующие валютные резервы для удовлетворения ближайших потребностей<sup>36</sup>. В определенном смысле данное своп-соглашение открывает Аргентине доступ к очень крупным

долларовым резервам Китая для удовлетворения собственных потребностей в валютной ликвидности. Хотя эти соглашения и могут быть очень похожи на соглашения о валютных займах, они, тем не менее, помогают преодолеть периоды нестабильности в потоках капитала и стабилизировать рынок иностранной валюты во времена потрясений<sup>37</sup>.

Получил развитие и еще один вид сетей своп-соглашений с участием центрального банка крупной страны в конкретном регионе и центральных банков более мелких стран-соседей. Например, некоторые европейские страны, не входящие в зону евро (такие как Дания, Венгрия, Польша и Швеция), столкнувшись с нехваткой ликвидности в евро, заключили своп-соглашения с ЕЦБ, в то время как Национальный банк Швейцарии открыл своп-линии для ЕЦБ и для центральных банков Венгрии и Польши, которые испытывали нехватку ликвидности в швейцарских франках. В Азии Китай и Япония заключили соглашения с Индонезией и Республикой Корея, а также с рядом других стран. К тому же эти региональные сети используются не только для предоставления доминирующими в регионе центральными банками ликвидных средств в

собственных валютах, но и для перераспределения долларов в пользу тех центральных банков, которые не могут получить долларовую ликвидность напрямую через Федеральную резервную систему Соединенных Штатов. Примером может служить своп-соглашение между Банком Японии и Резервным банком Индии<sup>38</sup>. В то же время такие своп-линии носят временный характер и открываются на гораздо менее крупные суммы, и в настоящее время они не гарантируют получение достаточного чрезвычайного финансирования странами, нуждающимися в нем в наибольшей степени.

Срок действия всех своп-линий, открытых Федеральной резервной системой Соединенных Штатов в 2007–2008 годах, истек в феврале 2010 года. Однако соглашения с пятью центральными банками (Банком Канады, Банком Англии, Банком Японии, ЕЦБ и Национальным банком Швейцарии) в октябре 2013 года были объявлены бессрочными. Поскольку в 2011 году, когда кризис в еврозоне стал угрожать функционированию глобальных финансовых рынков, эти центральные банки заключили друг с другом временные своп-соглашения, кредиторы могут получить экстренный доступ к ликвидности в этих шести международных валютах. В итоге своп-соглашения между центральными банками сегодня стали неотъемлемой частью МВС, обеспечивая удовлетворение большей части потребностей зарубежных центральных банков в средствах для поддержания ликвидной финансовой системы, в то время как Федеральная резервная система Соединенных Штатов фактически превратилась в международного кредитора последней инстанции.

В связи с валютными свопами центральных банков встает вопрос об их связи с действующими международными валютно-финансовыми механизмами. Поскольку свопы потенциально дают возможность до бесконечности увеличивать объем международной ликвидности, создание всеобъемлющей сети, предоставляющей автоматический доступ к официальной международной ликвидности, может устранить потребность в накоплении крупных валютных резервов на случай непредвиденных обстоятельств. Однако до настоящего времени инициаторами соглашений о валютных свопах

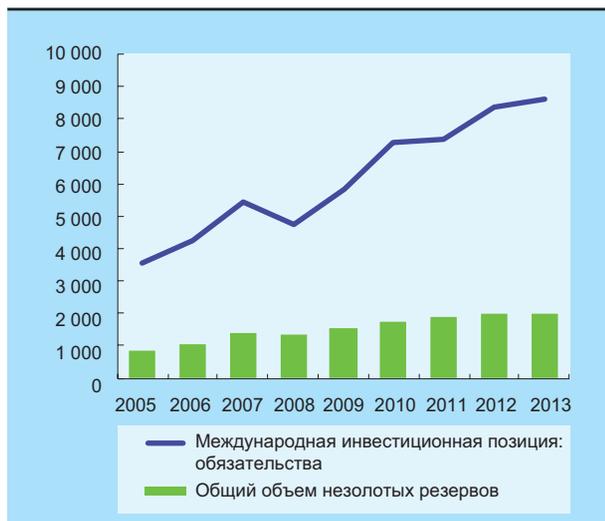
являлись страны, четко осознающие свой интерес в том, чтобы их партнеры имели доступ к ликвидности. Поэтому на создание постоянно действующей институциональной основы таких свопов вряд ли стоит рассчитывать. Действительно, поскольку главными особенностями своп-соглашений между центральными банками является их большая гибкость и конфиденциальность, позволяющие быстро получать доступ к ликвидности при сравнительно невысоких транзакционных издержках, сама внутренняя логика таких соглашений является препятствием для их превращения в широкодоступный институциональный механизм (Destais, 2014; Sgard, 2015).

Еще один системный вопрос заключается в том, помогли ли соглашения о валютных свопах между центральными банками снизить желание развивающихся стран накапливать крупные запасы иностранной валюты. Поскольку во времена потрясений на рынке центральные банки могут легко воспользоваться своп-линиями, это позволяет им отказаться от других «подушек безопасности», в том числе сократить валютные резервы. С другой стороны, для снижения суверенного кредитного риска центрального банка-кредитора и повышения доступности своп-линий могут потребоваться крупные резервы валюты. И лишь сочетание надежных своп-линий и крупных резервов может помочь в предупреждении кризиса, вселяя уверенность в ликвидность и платежеспособность финансовых рынков страны. Более того, валютные долговые обязательства все чаще аккумулируются нефинансовыми субъектами, в том числе корпорациями и домашними хозяйствами, а законодательство может не позволять центральным банкам предлагать им заимствованные средства в иностранной валюте. И, возможно, самое важное заключается в том, что, несмотря на накопление крупных валютных резервов некоторыми развивающимися странами, в большинстве из них они все равно являются достаточно скромными по сравнению с ростом их внешних обязательств и слишком скромными для того, чтобы реально пресечь угрозу финансовой стабильности (диаграмма 3.2). Все это, и особенно угроза оказаться в изоляции, будет и впредь подталкивать страны к накоплению все больших резервов.

Диаграмма 3.2

### ТРАНСГРАНИЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ ОТДЕЛЬНЫХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН, 2005–2013 ГОДЫ

(В млрд. текущих долл.)



**Источник:** Рассчитано секретариатом ЮНКТАД на основе базы данных МВФ, *International Financial Statistics*.

**Примечание:** Данные рассчитаны по следующей выборке стран: Аргентина, Боливарианская Республика Венесуэла, Бразилия, Гватемала, Доминиканская Республика, Египет, Индия, Индонезия, Иордания, Колумбия, Коста-Рика, Малайзия, Марокко, Мексика, Пакистан, Панама, Перу, Республика Корея, Таиланд, Тунис, Турция, Уругвай, Сальвадор, Чили, Эквадор, Южная Африка и Ямайка.

#### б) Асимметричная корректировка не должна сдерживать экономический рост

До сих пор делалось недостаточно для реального устранения того сдерживающего влияния, которое МВС оказывает на экономический рост. Для этого странам, имеющим положительное сальдо по счету текущих операций, следует вносить больший вклад в процесс корректировки глобальной системы, бремя которой не должно ложиться практически полностью на плечи стран с отрицательным сальдо<sup>39</sup>.

В то же время высказывается целый ряд конкретных идей, как заставить страны с положительным сальдо участвовать в процессе

корректировки. В частности, эта корректировка может проходить либо автоматически, либо на принципах координации, но в любом случае при том условии, что принимаемые на глобальном уровне меры не должны препятствовать сохранению совокупного глобального спроса на уровне, достаточном для обеспечения полной занятости и поддержки национальных стратегий развития развивающихся стран. Например, страны могут осуществлять интервенции на валютных рынках, ограничивать или облагать налогом владение иностранными активами (особенно казначейскими ценными бумагами), симметрично ограничивать размер положительного или отрицательного сальдо счета текущих операций по отношению к национальному ВВП или получать у Всемирной торговой организации (ВТО) разрешение устанавливать тарифы или принимать иные ответные торговые меры в отношении экспорта из стран с положительным сальдо (см. Williamson, 2011). В то же время остается и ряд нерешенных вопросов: кто будет решать, что положительное сальдо страны превысило допустимый уровень, что станет сигналом для принятия мер, как будет проводиться оценка соразмерности принимаемых мер и, возможно, самое важное, что заставит могущественные страны с положительным сальдо дать свое согласие?

С негативным влиянием МВС на экономический рост можно бороться и посредством более тщательного надзора над ее функционированием благодаря предусмотренному в статье IV механизму консультаций. В то же время хорошо известно, что МВФ осуществляет свою надзорную функцию асимметрично, поскольку Фонд может реально влиять на национальную политику лишь тогда, когда страна официально обращается к нему за финансовой поддержкой и должна выполнять выдвигаемые им условия. Таким образом, требования МВФ распространяются лишь на страны, имеющие отрицательное сальдо, и не оказывают практически никакого влияния на страны, у которых это сальдо является положительным. К тому же глобальные процедуры надзора не смогли предотвратить валютные потрясения и ряд международных финансовых кризисов, в первую очередь глобальный кризис, начавшийся в 2008 году. Неспособность МВФ предупреждать финансовые кризисы и успешно бороться

с ними, если они все же разразились, нередко объяснялась неверной оценкой их глубинных причин. Причины этого отчасти кроются в асимметричном характере его надзорной деятельности. МВФ считает необходимым в первую очередь контролировать риски расползания кризисных явлений и их побочные последствия, а также взаимодействие финансовых и макроэкономических сил. Фонд видит также необходимость в оптимизации своих многосторонних посланий, сформулированных по результатам надзора, давая более прямые практические рекомендации системно значимым странам и снимая всякие сомнения в своей беспристрастности (IMF, 2014). При этом ничто не указывает на то, что в своих благих намерениях он пойдет дальше традиционного публичного порицания имеющих положительное сальдо стран<sup>40</sup>.

Оптимальным способом преодоления отрицательного влияния МВС на экономический рост стала бы эффективная координация международной политики, однако эта задача представляется очень трудновыполнимой. Скромные успехи «семерки», а затем и «двадцатки» в этой связи, а также многие причины возникновения и продолжения кризиса евро можно, по крайней мере частично, объяснить различными представлениями национальных властей о том, каким должен быть правильный подход к преодолению кризиса. Различается и их отношение к тому, каким должно быть воздействие (а иногда даже направленность) политики, особенно бюджетно-финансовой (*ДТР за 2010 и 2012 годы*). Подобные разногласия затрудняют выработку адекватных подходов к координации политики и механизмов мониторинга. В то же время очевидное отсутствие такой координации лишь усиливает действие факторов, сдерживающих развитие мировой экономики.

Обобщая вышесказанное, следует сказать, что меры, принимаемые международным сообществом для реформирования МВС, нельзя назвать достаточными для исправления недостатков нынешнего долларového стандарта. Особую озабоченность развивающихся стран вызывает то, что предложение международной

ликвидности по-прежнему определяется циклической динамикой международных потоков частного капитала со всеми их взлетами и падениями и что соглашения о валютных свопах между центральными банками не стали панацеей от накопления валютных резервов на случай чрезвычайных обстоятельств. Кроме того, недостатки механизмов координации международной политики не позволяют решать проблему неравномерного распределения бремени исправления диспропорций между странами с отрицательным и положительным сальдо внешних расчетов.

---

Эффективная координация международной политики оказалась непростой задачей.

---

### 3. Укрепление регионального и межрегионального сотрудничества

---

Поскольку всеобъемлющая реформа МВС не является делом дня сегодняшнего, а меры, принимаемые международным сообществом для устранения недостатков, присущих нынешней системе золотого стандарта, нельзя назвать удовлетворительными, развивающимся странам следует задуматься над тем, как они могут защитить собственные интересы. Одна из важных стратегий, которую могли бы взять на вооружение отдельные страны, заключается в том, чтобы шире использовать управление счетом движения капитала в качестве инструмента, не позволяющего сильным колебаниям международных финансовых потоков оказывать давление на обменный курс и дестабилизировать финансовые рынки (*ДТР за 2014 год*).

Некоторые специфические проблемы можно также решать на основе двусторонних, региональных и иных групповых соглашений, обеспечивающих предложение дополнительной ликвидности в целом и чрезвычайное финансирование в случае необходимости. В последнее время акцент в региональных и межрегиональных валютных соглашениях все чаще переносится на устранение негативных последствий внешних финансовых потрясений в целях обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности в рамках той или иной группы. Эта задача решается разными путями: путем

создания платежных систем, снижающих волатильность трансграничных потоков частного капитала и стимулирующих внутригрупповую торговлю без использования доллара, создания совместных резервов, делающих доступным краткосрочное финансирование для корректировки внешних счетов, а также координации валютной политики с целью предупреждения накопления внутрирегиональных диспропорций или содействия их исправлению<sup>41</sup>.

Одним из путей сглаживания неопределенностей и рисков в валютной сфере является создание региональных платежных систем, позволяющих сократить количество и масштабы операций в иностранных валютах. Такие системы могут также стимулировать межрегиональную торговлю, помогая снизить транзакционные издержки за счет использования в ней местных валют и устраняя потребность в их обмене (зачастую многократном) на третью, международную валюту.

Среди развивающихся стран пионером в создании таких платежных механизмов стали страны Латинской Америки<sup>42</sup>. В 1965 году в рамках Латиноамериканской ассоциации интеграции (ЛААИ) между центральными банками стран-членов было заключено «соглашение о взаимном кредитовании и расчетах» (получившее известность по испанской аббревиатуре как СРСР). На его основе был создан механизм клиринга и краткосрочного кредитования торговых операций, предусматривающий четырехмесячный период для проведения взаимозачета (риск просрочки платежей брали на себя центральные банки) с последующим погашением чистого остатка в долларах США. Этот механизм широко использовался в 1970-х и 1980-х годах в те периоды, когда доступ к долларовому финансированию был сильно затруднен. На пике, в период латиноамериканского долгового

---

Поскольку всеобъемлющая реформа МВС не является делом дня сегодняшнего, а меры, принимаемые международным сообществом, нельзя назвать удовлетворительными...

---



---

...развивающимся странам следует задуматься над тем, как они могут защитить собственные интересы на региональном уровне.

---

кризиса, 80% внутрирегиональной торговли проходило через этот механизм. Однако вследствие изменения международных финансовых условий в начале 1990-х годов стало выгоднее осуществлять импорт по предоплате, что фактически создало барьер для использования этого механизма. Именно это отчасти объясняет последующее существенное сокращения объема операций, проходящих через ЛААИ, доля которых во внутрирегиональной торговле упала до 5% (UNCTAD, 2011). В 1969 году страны Центральной Америки по аналогии создали Центральноамериканский валютный стабилизационный фонд для выравнивания диспропорций в платежных балансах, однако в середине 1980-х годов от его дальнейшего использования пришлось отказаться после того, как у участвующих в нем центральных банков стали массово возникать трудности с платежами (см. ДТР за 2007 год).

За годы, прошедшие после разразившегося в 2008 году кризиса, разные группы стран создали ряд инновационных платежных систем. Простейшая из них – Система платежей в местных валютах (Sistema de Pagos en Monedas Locales, SML) – была создана в 2008 году Аргентиной и Бразилией для обслуживания двусторонней торговли. Она позволяет экспортерам и импортерам из этих двух стран рассчитывать между собой в местных валютах в обход доллара, использование которого в противном случае было бы обычной практикой. Особенно полезной система является для малых и средних предприятий, так как она устраняет необходимость выхода на валютные рынки, что было сопряжено для них с существенными дополнительными расходами, поскольку низкий объем их операций, как правило, означает более высокие удельные издержки. Первоначально система обслуживала небольшое число сделок с низкой общей стоимостью, однако эти цифры стали быстро

расти, и к 2013 году через нее проходило уже почти 10 000 бразильских экспортных (аргентинских импортных) операций. Аргентинские экспортеры, поставляющие свою продукцию в Бразилию, не пользуются этой системой столь же широко, отчасти в силу тех арбитражных возможностей, которые открывает перед ними возможность получения дохода в долларах. Хотя через систему проходит лишь 3% общего объема двусторонней торговли, она, бесспорно, выгодна мелким фирмам, почти три четверти которых сообщают о том, что они уже неоднократно пользовались ее возможностями. Недавно соглашения об использовании этой системы с Бразилией (в 2014 году) и с Аргентиной (в 2015 году) подписал Уругвай. Тем самым был заложен фундамент для создания многосторонней системы, к которой могут присоединиться и другие страны Общего рынка Южного конуса (МЕРКОСУР).

В 2010 году был создан более сложный механизм – Система региональной расчетной единицы (Sistema Unitario de Compensación Regional, SUCRE), в основе которой лежит «виртуальная» региональная валюта<sup>43</sup>. В ней участвуют Боливия (Многонациональное Государство), Венесуэла (Боливарианская Республика), Куба, Никарагуа, Уругвай и Эквадор. Так же как и Система платежей в местных валютах, Система региональной расчетной единицы преследует цель отказаться от использования валюты третьей страны – доллара – в проводимых в регионе сделках. Она допускает также возможность осуществления платежей с отсрочкой (в отличие от Системы платежей в местных валютах, в которой расчеты по операциям в большинстве случаев проводятся в течение суток). Использование этой системы быстро расширяется: в течение четырех лет с момента создания через нее стало проходить около 24% общего числа сделок в рамках данной группы стран (Perez Caldentey et al., 2014). Как и в случае Системы платежей в местных валютах, участники Системы региональной расчетной единицы используют ее возможности в

разной степени в зависимости от структуры и размера их экономики. Активнее других системой пользуется Боливарианская Республика Венесуэла: в 2012 году через нее прошло 93% совокупного внутрорегионального импорта страны. Напротив, в Эквадоре через систему прошло лишь 7% операций, а на Кубе – примерно 10% экспортных сделок.

Облегчение электронных платежей и создание более современной системы проведения межрегиональных транзакций стали целью еще одного платежного механизма в Латинской Америке, известного как Объединенная региональная платежная система (“Sistema de Interconexión de Pagos”) (SIP). Внедрение этого механизма, появившегося до экономического

и финансового кризиса, началось с Сальвадора (2007 год) и затем по ходу кризиса к нему стали присоединяться новые члены, в том числе Гватемала, Гондурас, Никарагуа, Доминиканская Республика и Коста-Рика. Этот механизм шире как Системы

---

Развивающиеся страны могут активно опираться на существующие региональные и межрегиональные валютные механизмы.

---

платежей в местных валютах, так и Системы региональной расчетной единицы, и, помимо торговых, он охватывает и многие другие виды операций, в том числе денежные переводы. Цель его заключается в том, чтобы предложить фирмам, финансовым учреждениям и центральным банкам стран-членов дешевую и безопасную платформу для оперативного выполнения переводов и расчетов. Все операции выполняются централизованно через одного институционального администратора (в настоящее время его функции выполняет Доминиканская Республика), который отвечает за общее закрытие позиций в реальном времени. По оценкам, это позволило значительно снизить расходы на проведение региональных торговых операций (Perez Caldentey et al., 2014; Fritz and Mühlich, 2014).

Появляющиеся региональные механизмы помогают также удовлетворять среднесрочные и краткосрочные потребности развивающихся стран в международном капитале, потенциально повышая также их устойчивость перед внешними потрясениями. Антициклическое

предложение финансирования уже давно считается одним из важнейших направлений регионального финансового сотрудничества и интеграции.

Примером такого механизма может служить Чиангмайская инициатива, выдвигнутая в мае 2000 года странами – членами АСЕАН+3<sup>44</sup>. Она представляет собой систему двусторонних своп-соглашений, направленных на оказание помощи ликвидностью членам, столкнувшимся с краткосрочным ухудшением состояния платежного баланса. На смену этой инициативе пришла Чиангмайская инициатива многосторонности, являющаяся многосторонним механизмом формирования резервов и проведения своп-операций. Этот механизм, капитал которого изначально составил 120 млрд. долл. и в 2012 году был удвоен до 240 млрд. долл., был запущен в марте 2010 года. Цель его заключается в том, чтобы дополнить действующие в регионе международные финансовые механизмы, помогающие решать проблемы платежных балансов и обеспеченности краткосрочной ликвидностью. Существуют также планы открыть в рамках Чиангмайской инициативы многосторонности линию чрезвычайного финансирования, которая будет работать параллельно созданному в рамках инициативы механизму, переименованному в фонд стабильности<sup>45</sup>. Помимо этого, в апреле 2011 года члены АСЕАН+3 создали Бюро макроэкономических исследований (АМРО) – независимое региональное мониторинговое учреждение, занимающееся анализом и мониторингом состояния региональной экономики и помогающее участникам Чиангмайской инициативы многосторонности в принятии решений<sup>46</sup>.

В то же время ни Чиангмайская инициатива, ни Чиангмайская инициатива многосторонности не превратились в серьезную альтернативу МВФ или развитым странам в качестве источника помощи в урегулировании проблем платежных балансов членов. Действительно, их возможности оказались невостребованными во

время кризиса 2008–2009 годов и редко использовались в дальнейшем. Во-первых, суммы долларовой ликвидности, которые можно получить в рамках Чиангмайской инициативы многосторонности, являются недостаточными для того, чтобы служить надежной защитой от изменения направленности международных потоков капитала. Более того, участник, желающий получить средства сверх определенной доли от максимального размера доступной ему своп-линии, должен заключить кредитное соглашение с МВФ и согласиться на его условия<sup>47</sup>. Однако, после того как заработают линия чрезвычайного финансирования Чиангмайской инициативы многосторонности и региональная программа мониторинга Бюро макроэкономических исследований, условия МВФ не будут играть такой роли и эти средства станут более привлекательными. При этом важно обеспечить, чтобы финансирование по линии данного

---

Региональные механизмы страдают от институциональных недостатков и особенно от ограниченности финансовых возможностей, что можно преодолеть, увязав их с глобальными программами.

---

механизма не оговаривалось такими же условиями, как кредитование по линии МВФ, поскольку это может стать препятствием для его использования странами-должниками.

Заключение своп-соглашений между региональными валютными учреждениями и центральным банком

страны – эмитента международной валюты может способствовать существенному увеличению предложения ликвидности в интересах членов региональных механизмов<sup>48</sup>. В регионе АСЕАН эту роль вполне может взять на себя Чиангмайская инициатива многосторонности, поскольку в число ее членов входят как Китай, так и Япония, которые уже имеют двусторонние своп-соглашения со странами региона. Для того чтобы такие связанные между собой своп-соглашения были в полной мере эффективными, они должны в принципе открывать неограниченный доступ к ликвидности. Потенциальные проблемы добросовестности предлагается решать, увязывая такой доступ с выполнением требований механизмов гибкой кредитной линии и линии превентивной поддержки и ликвидности. Таким образом, выполняющие данные требования страны на первом этапе

получали ли бы доступ к защитным механизмам МВФ, а затем – к неограниченной ликвидности через своп-механизмы в случае возникновения у них проблем с ее массовым оттоком (Park and Wyplosz, 2014). Хотя, данное предложение сопряжено с рядом проблем, возникающих в связи с кредитованием по линии МВФ, о которых говорилось выше, оно заслуживает более детального обсуждения, особенно если будет принято решение о проведении необходимой реформы управленческого и надзорного механизмов Фона.

Латинская Америка имеет более длительную историю региональных механизмов, в том числе созданных странами для оказания взаимной кредитной поддержки. Созданный в 1978 году Латиноамериканский резервный фонд (известен по испанской аббревиатуре FLAR) представляет собой механизм финансовой взаимопомощи средних и малых членов (Fritz and Mühlich, 2014). Размер предоставляемых кредитов зависит от капитала, внесенного членами, и от назначения кредитов – для финансирования платежных балансов, дефицита ликвидности или на другие непредвиденные цели, – причем максимальный кредит на покрытие дефицита платежного баланса не может превышать внесенный капитал больше, чем в два с половиной раза. При этом финансовые возможности данного механизма являются довольно ограниченными, поскольку его оплаченный капитал составляет лишь 3,6 млрд. долл., а размер индивидуальных взносов – от 328 до 656 млн. долларов. В то же время порядок голосования при принятии решений формирует у его членов чувство ответственности за его работу<sup>49</sup>. Свидетельством этого служит статус механизма как преимущественного кредитора, полное отсутствие дефолтов и его более высокий кредитный рейтинг, чем у самих стран, даже в контексте дефолтов по суверенным обязательствам. Известно, что он оперативно отвечает на просьбы о предоставлении кредитов и не выдвигает условий при оказании помощи. Хотя более крупные страны-члены рассматривают данный механизм как дополнительный по отношению к другим инструментам, открывающим доступ к ликвидности, например к инструментам МВФ, некоторые страны, такие как Эквадор, обращаются к нему за финансовой поддержкой чаще, чем к МВФ (Fritz and Mühlich,

2014: 10). В связи с перспективами расширения Латиноамериканского резервного фонда за счет присоединения к нему других крупных региональных игроков, таких как Аргентина, Бразилия и Мексика, возникают некоторые опасения в адекватности его процедур голосования и надзора (см. Titelman et al., 2014), аналогичных тем проблемам безответственного поведения, которые были озвучены выше в отношении Чиангмайской инициативы многосторонности.

Аналогично Латиноамериканскому резервному фонду Арабский валютный фонд предоставляет экстренное финансирование на покрытие дефицита платежного баланса на условиях, учитывающих специфику каждого бенефициара. Его условия, как правило, являются менее жесткими, чем условия МВФ. Арабский валютный фонд начал работать в 1977 году в составе 22 западно-азиатских и африканских стран. Поскольку его суммарный подписной капитал составляет порядка 1,8 млрд. долл., т.е. даже меньше, чем у Латиноамериканского резервного фонда, предоставляемые им средства обычно дополняют кредиты МВФ (подробнее см. *ДТР за 2007 год* и Fritz and Mühlich, 2014).

Недавно было выдвинуто более далеко идущее предложение, в основе которого лежит идея Кейнса о создании клиринговой палаты, которая облегчала бы торговые и другие международные платежи, учитывая обязательства и требования в условных счетных единицах (Kregel, 2015)<sup>50</sup>. Эти счетные единицы имели бы фиксированный обменный курс по отношению к национальным валютам, но не могли обращаться на рынке. Единственная возможность заключалась бы во взаимозачете требований и обязательств в рамках закупок по импорту. Страны с положительным сальдо по текущему счету были бы заинтересованы в том, чтобы использовать накопившиеся требования, сгорающие по истечении определенного времени. Такой механизм помогал бы поддерживать мировой спрос и справедливо распределять нагрузку, связанную с исправлением перекосов в системе<sup>51</sup>. В частности, начисление налогов или процентов на непогашенные требования и обязательства позволило бы симметрично ограничивать накопление диспропорций, которые по достижении определенного лимита

исправлялись бы путем согласованного на многосторонней основе изменения обменного курса. Полученные сборы можно было бы использовать для пополнения клиринговых счетов развивающихся стран путем начисления на них дополнительных требований. Дополнительно к этому, потоки капитала той или иной страны ограничивались бы реальным состоянием счета текущих операций, а вывоз капитала в форме иностранных прямых или портфельных инвестиций шел бы в зачет иностранных требований так же, как импорт. В такой системе отпала бы надобность в валютных резервах, а обменный курс условной счетной единицы корректировался бы с учетом задач политики развития. Подобные клиринговые палаты можно было бы создавать на региональном уровне на основе уже действующих своп-соглашений. Это позволило бы развивающимся странам продолжать двигаться вперед по пути развития, не полагаясь на реформу международной валютно-финансовой архитектуры, в частности в силу того, что в ходе обсуждения плана реформ их опасениям не уделяется достаточного внимания. Как утверждает Крегель (Kregel, 2015: 21), для этих стран «главное преимущество механизма клирингового союза заключается в отсутствии потребности в международной резервной валюте, рыночных обменных курсах или их

волатильности, а также необходимости защищать эти курсы».

Одна из проблем, затрагивающих региональные механизмы, заключается в том, что с внешними потрясениями могут столкнуться одновременно все их члены. Данная проблема четко указывает на то, что подобные механизмы не должны быть меньше определенного минимального размера. В этом отношении особенно полезной может стать их увязка с межрегиональными своп-соглашениями. Еще одна возможность видится в создании общего фонда на условиях периодического увеличения его оплаченного капитала, благодаря которому региональный клиринговый союз или резервный пул мог бы наращивать предложение ликвидности благодаря самостоятельной заемной деятельности. Это могло бы даже стать эффективным инструментом предупреждения расползания в рамках региона негативных последствий внешних потрясений, проявляющихся разновременно или с разной интенсивностью. Более того, в разнородном международном сообществе мощные региональные инициативы могли бы увязываться с деятельностью глобальных, региональных и национальных учреждений в целях создания более совершенной системы управления по сравнению с той, которая основывается исключительно на глобальных финансовых институтах.

---

## **Д. Выводы и принципиальная повестка дня: Достоинства и недостатки нынешних реформаторских предложений**

---

Хотя недостатки МВС являются предметом острой дискуссии уже не одно десятилетие, новый глобальный экономический климат видоизменил некоторые задачи, стоящие перед такой системой, и заставил по-новому взглянуть на стоящие проблемы. Задача генерирования

международной ликвидности в достаточном объеме, которая занимала центральное место в ходе обсуждения путей реформирования МВС в бреттон-вудский период, во многом утратила свою актуальность. Официальную международную ликвидность нередко дополняют, но чаще

подменяют потоки частного капитала. Резкие изменения в динамике и направленности таких частных потоков свидетельствуют о необходимости уделять как можно больше внимания обеспечению предсказуемого и упорядоченного предложения официальной международной ликвидности, в первую очередь краткосрочного финансирования, необходимого для восполнения непредвиденного дефицита ликвидных средств.

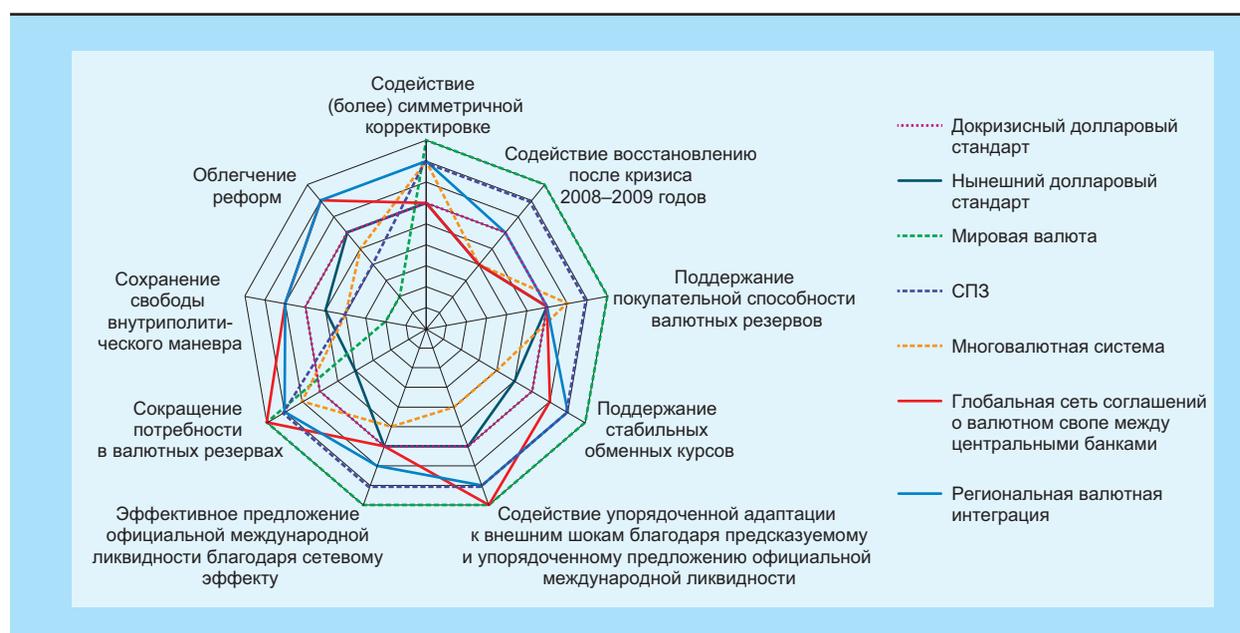
Реформа МВС может осуществляться либо путем одновременного пересмотра всех глобальных механизмов и соглашений, либо путем более поэтапного и менее кардинального реформирования долларовой стандарта. Как видно на диаграмме 3.3, где докризисный долларовой стандарт служит отправной точкой, выбор, как правило, диктуется компромиссом между комплексностью реформ и их практической осуществимостью<sup>52</sup>. На диаграмме отражены не только три основные задачи, стоящие перед МВС и упоминаемые в вводной части, но и те, на которые стали обращать внимание в ходе недавних дискуссий. Например, кризис наглядно продемонстрировал, что долларовой стандарт порождает чрезмерные внешние диспропорции,

угрожает стабильности обменных курсов и сильно повышает уязвимость стран перед лицом присущих международным потокам капитала циклов резкого роста и обвального падения, ставя дополнительные проблемы перед денежно-кредитной политикой развивающихся стран. Это означает, что по сравнению с докризисной ситуацией долларовой стандарт стал в меньшей степени отвечать требованиям времени: кризис обострил необходимость создания валютных резервов, обнажил неравноправность системы, ограничил пространство стран для маневра в политике и замедлил темпы восстановления экономики.

Заключение новых многосторонних соглашений является единственным подходом к проведению реформ, который позволит реально устранить перекосы в системе в плане как неравенства, так и асимметричности. Поэтому такие соглашения должны оставаться долгосрочной целью любых всеобъемлющих программ реформ. Однако до тех пор, пока в политике преобладают национальные интересы и пока в мире отсутствует наднациональное учреждение, наделенное реальными правоприменительными механизмами, такое как мировой центральный

Диаграмма 3.3

### ХАРАКТЕРИСТИКИ НЫНЕШНЕГО ДОЛЛАРОВОГО СТАНДАРТА И АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ РЕФОРМАТОРСКИЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ



Источник: Секретариат ЮНКТАД.

банк или мировое финансовое ведомство, надежды на появление глобальной валюты остаются призрачными. Кроме того, несмотря на все очевидные выгоды, эффективная координация глобальной макроэкономической политики существует лишь в периоды острых кризисов, когда национальные интересы разных стран совпадают, а разногласия относительно правильной экономической модели, а также направленности и силы политических последствий и соответствующих механизмов мониторинга и обязательств не являются непреодолимыми. Компромисс между желательностью и осуществимостью встал со всей силой именно сегодня, когда переходу от вялого экономического подъема к устойчивому глобальному росту сильно помогло бы проведение скоординированной политики его стимулирования.

Возможность проведения институциональных преобразований, необходимых для перехода к основанной на СПЗ системе, на нынешнем этапе также вызывает сомнения. Что касается многополярной валютной системы, хотя ее создание и обеспечит более гибкое предложение официальной международной ликвидности, это вполне может создать угрозу для стабильности обменных курсов. Альтернативные международные валюты, такие как евро и юань, вполне могут занять более видное место в торговле и международных расчетах. В то же время их значение как резервных валют в обозримом будущем вряд ли возрастет, поскольку кризис в еврозоне никак не завершится, а интернационализация юаня оказалась длительным процессом.

Различные механизмы валютных свопов, созданные центральными банками разных стран, могут стать мощным инструментом более предсказуемого и упорядоченного предложения официальной международной ликвидности. Сегодня большинство этих механизмов нацелены на удовлетворение потребностей развитых

стран, и участие в них развивающихся стран по-прежнему является довольно ограниченным.

До тех пор, пока попытки улучшить финансовое регулирование и повысить устойчивость финансовых систем не будут способствовать эффективному устранению глобальных рисков и тех факторов, которые вызывают сильные колебания международных потоков капитала, а развивающиеся страны не будут стремиться к тому, чтобы превратить управление счетом движения капитала в обыденный инструмент политики, единственным доступным им механизмом «коллективного страхования»

Эволюция мировой экономики диктует потребность в новых реформах, направленных на обеспечение стабильного и надежного чрезвычайного финансирования и на устранение неравноправного характера МВФ и ее негативного влияния на экономический рост.

будет оставаться финансовая помощь МВФ. В то же время получение помощи от МВФ нередко увязывается с проведением проциклической политики в периоды кризисов, и многие страны нередко стараются не брать на себя обязательства, которыми МВФ обставляют свои программы помощи. Таким образом, прежде чем привлекать МВФ к проведению реформ, направленных на удовлетворение потребностей развивающихся стран,

необходимо изменить управленческую структуру, политическую ориентацию и надзорные механизмы самого Фонда.

Сложности с разработкой и реализацией различных реформаторских предложений лишь усилили представление о том, что создание «страховки» в виде крупных валютных резервов является для развивающихся стран эффективной стратегией повышения стабильности обменного курса и обеспечения предсказуемого и упорядоченного предложения чрезвычайного финансирования. Однако подталкивание развивающихся стран к накоплению еще больших валютных резервов сопряжено с серьезными рисками не только для самих этих стран, но и для мировой экономики в целом. Накопление валютных резервов благодаря займам на международных рынках либо притоку портфельных инвестиций может сделать страны еще более уязвимыми перед лицом изменения

направленности потоков капитала или мировой финансовой нестабильности. Более того, расходы на хранение резервов, сформированных за счет заимствований на международных рынках капитала, сделают нынешнюю систему еще менее равноправной. Другая возможность видится в том, чтобы страны постарались свести счет текущих операций с положительным сальдо. Однако с учетом того, что возможность проведения ориентированных на экспорт стратегий роста в посткризисных экономических условиях вызывает множество вопросов (*ДТР за 2013 год*), этот вариант, по всей видимости, заставит страны пойти по пути девальвации своих валют, что подорвет устойчивость их долговой ситуации и может спровоцировать валютную войну. Более того, усиление сдерживающего влияния МВФ на экономический рост в связи с повсеместным стремлением к накоплению валютных резервов лишь еще более ограничит и без того вялый мировой спрос и подъем экономики.

Для развивающихся стран предпочтительным может оказаться вариант активного развития ряда региональных и межрегиональных инициатив, направленных на укрепление региональной макроэкономической и финансовой стабильности, на сокращение потребностей в накоплении валютных резервов, а также на повышение устойчивости и укрепление способности противостоять кризисам платежных балансов. Хотя региональные механизмы не лишены некоторых институциональных недостатков, главная проблема, по всей видимости, заключается в их ограниченных возможностях.

---

Прежде чем привлекать МВФ к реформированию МВС в целях удовлетворения потребностей развивающихся стран, необходимо изменить управленческую структуру, политическую ориентацию и надзорные механизмы самого Фонда.

---

Это можно преодолеть за счет создания на региональном уровне зон валютного сотрудничества, предусматривающих создание как клиринговых механизмов, так и систем чрезвычайного финансирования, которые помогали бы сглаживать многие потрясения и тем самым сокращать потребность в «самостраховании». Еще одна возможность может заключаться в привязке региональных соглашений к глобальным механизмам, например к МВФ или к своп-соглашениям между центральными банками с участием банков – эмитентов международных валют (*ДТР за 2007 год*; Aglietta and Coudert, 2014). До сих пор предложения о сотрудничестве с МВФ (Volz, 2012; IMF, 2013) не предусматривали никаких обязательных правил или руководящих принципов, и, как представляется, при этом не удалось добиться особых успехов в налаживании координации с экстрарегиональными своп-соглашениями. Условия сотрудничества необходимо согласовать до того, как разразится новый кризис, чтобы иметь на этот случай готовый ответ и свести к минимуму дублирование и замещение ресурсов из разных источников.

Рассматриваемые в настоящей главе предложения в отношении реформ трудно отделить от тех, цель которых заключается в том, чтобы не допустить или, по крайней мере, сгладить нестабильность в финансовой системе. Действительно, обсуждаемые в настоящей главе предложения следует рассматривать как дополняющие, а не подменяющие столь же необходимые реформы регулятивной и надзорной архитектуры финансовой системы. О них пойдет речь в следующей главе. ■

---

## Примечания

---

- 1 Понятие «международная ликвидность» со временем претерпевает изменения. Традиционно под международной ликвидностью понимались золото и валютные активы, которыми центральный банк страны мог быстро воспользоваться. Такое определение международной ликвидности по-прежнему актуально для стран, где существуют прямой контроль за международными операциями резидентов и регулируемые обменные курсы. В то же время для стран с плавающими обменными курсами, где резиденты могут свободно проводить международные операции, к международной ликвидности, помимо золота и валютных активов, относятся также доступные резидентам кредиты.
- 2 Цель предоставления краткосрочного финансирования заключается в том, чтобы помочь странам, сталкивающимся с проблемами в получении доступа к международной ликвидности, избежать дефолта по своим валютным обязательствам или удержать их от принятия радикальных антикризисных мер. Такое финансирование не предназначается для решения проблем суверенного внешнего долга, о которых говорится в главе V настоящего Доклада.
- 3 Следует отметить, что в основе темы внешних диспропорций и их исправления в контексте МВС лежит концепция равновесного платежного баланса, в соответствии с которой счет текущих операций страны в динамике в среднем является сбалансированным. При этом не учитывается тот факт, что в развивающихся и особенно в наименее развитых странах счет текущих операций может оставаться дефицитным на протяжении длительного времени из-за необходимости импортировать средства производства и финансировать инвестиционные проекты. В идеале соответствующие финансовые потребности должны удовлетворяться за счет средств, выделяемых для долгосрочного финансирования развития, о чем пойдет речь в главе VI настоящего Доклада.
- 4 Действительно, хотя в этот период свои валюты в ответ на рост инфляции девальвировали несколько развивающихся стран, девальвация французского франка, а позднее и фунта стерлингов Соединенного Королевства в 1960-х годах означала углубление проблем в системе и стала предвестником ее заката.
- 5 Если говорить точнее, страны имели возможность выбирать систему обменных курсов, если они обязывались не прибегать к «валютным манипуляциям», хотя термин «валютная манипуляция» так и не получил точного определения.
- 6 Действительно, как отметил Управляющий Банком Италии, «Нет такого финансового учреждения, которое могло бы обеспечить международную платежную систему ликвидностью, необходимой для дальнейшего расширения торговли. Эту функцию стала выполнять частная банковская система, в первую очередь банки США, через операции своих отделений как дома, так и за рубежом» (Carli, 1976: 8).
- 7 С учетом небанковских финансовых заемщиков, таких как немецкое государственное агентство «Кредитанштальт фюр видерауфбау», которое в середине 2014 года имело на балансе долговые обязательства в размере 100 млрд. долл. США, объем долларовых кредитов за пределами Соединенных Штатов достигал 9 трлн. долл. США.
- 8 Данные рассчитаны секретариатом ЮНКТАД на основе базы данных МВФ «International Financial Statistics».
- 9 Следует отметить, что понятие достаточности резервов отличается от концепции оптимального уровня резервов. Последняя соотносит выгоды наличия резервов с точки зрения предупреждения возможного сокращения производства и потребления вследствие внезапного возникновения дефицита ликвидности с альтернативными издержками накопления резервов, связанными, в частности, с оттоком ресурсов в страны-эмитенты резервных валют. Таким

- образом, оптимальный уровень резервов в значительной степени определяется присущим той или иной стране отношением к риску, которое со временем может меняться.
- 10 В связи с этой новой разновидностью парадокса Триффина встает также обсуждаемый в настоящее время вопрос о том, в какой степени международная роль доллара продолжает быть выгодной для экономики Соединенных Штатов. Высказывается мнение, что спрос на долларские резервы ведет к удорожанию доллара и тем самым замедляет рост производства и занятости в Соединенных Штатах, в первую очередь в экспортном секторе страны, и что это сказывается также на бюджетных поступлениях (Pettis, 2013; Galbraith, 2014). Однако Соединенные Штаты могут восполнять дефицит текущего счета и бюджета за счет печатного станка, что делает их менее уязвимыми перед внешними потрясениями, в то время как другим странам приходится приспосабливаться к американской макроэкономической политике. Кроме того, страна-эмитент резервной валюты обычно получает и инвестиционный доход, поскольку проценты по ее внешним активам, как правило, выше, чем по внешним обязательствам. По данным Гуринхаса и Рея (Gourinchas and Rey, 2007), это дополнительно приносит Соединенным Штатам свыше 30 млрд. долл. в год.
  - 11 Критический анализ связи между ролью доллара как международной валюты, крупным дефицитом Соединенных Штатов по счету текущих операций до кризиса и динамикой самого кризисного процесса см., например, Pettis, 2013; и ДТР за 2009 год.
  - 12 В то же время финансирование торговли – это та область, где особенно заметной стала интернационализация юаня. В 2013 году юань превратился во вторую по значимости валюту в трансграничных торговых расчетах с долей, приближающейся к 9% (ЕСВ, 2014: 32).
  - 13 Сегодня евро используется примерно в трети всех валютных операций (в 2010 году доля евро составляла 39%), а доля йены колеблется на уровне 20%. Остальная часть приходится на корзину валют развитых и развивающихся стран, структура которой в источниках данных не раскрывается. Следует отметить, что сумма долей в процентах заведомо превышает 100%, поскольку во многих операциях задействованы две валюты.
  - 14 В то же время издержки создания валютных резервов необходимо соотносить с возможными макроэкономическими издержками повышения обменного курса, которое произойдет в отсутствие интервенций на валютном рынке (см. ДТР за 2009 год: стр. 158–159).
  - 15 Подробную информацию об этих этапах см. Mundell, 2012. Уроки и опыт построения и функционирования Европейской валютной системы и Европейского валютного союза см. ДТР за 2007 год.
  - 16 Подробнее о предложении такого рода, которое, правда, ограничивается рамками Европейского союза, Соединенных Штатов и Японии, см. Cooper, 2006.
  - 17 Например, основанный на четких правилах режим регулируемого плавания, призванный стабилизировать реальный обменный курс, может быть использован непосредственно для компенсации возникающих различий в ценах и издержках производства за счет соразмерного изменения номинального обменного курса, что позволит предотвратить сильную несбалансированность счета текущих операций. В этих условиях важнейшее значение для регулирования номинального обменного курса приобретут интервенции на валютных рынках. Несмотря на решение многих технических вопросов, возникающих в связи с данным предложением (Bofinger, 2011), конкретные детали этого механизма требуют дальнейшего обсуждения.
  - 18 Согласно одному из взглядов на стратегии Германии и Японии, японские власти до середины 1970-х годов противились интернационализации йены, защищая свою модель развития, требовавшую свести до минимума влияние происходящих на международном рынке событий на внутренний финансовый рынок и ограничивать повышательное давление на обменный курс национальной валюты (Eichengreen, 2011: 44–45). Однако примерно с 1975 года они начали облегчать интернационализацию йены (см. также Matsukawa, 1982). Тем не менее снятие ограничений на внутренние и международные финансовые операции не дало желаемых результатов: японские корпорации стали выходить на международные рынки облигаций, а отечественные банки нашли замену корпоративным клиентам в лице застройщиков, спровоцировав тем самым сильнейшие циклические колебания на рынке недвижимости. Германия сохраняла ограничения на покупку нерезидентами краткосрочных ценных бумаг, с тем чтобы иметь возможность бороться с инфляционными ожиданиями посредством повышения процентных ставок, не создавая при этом повышательного давления на валютный курс, поскольку это поставило бы под удар модель роста с опорой на экспорт (см. также Rieke, 1982).
  - 19 Китайские власти взяли на вооружение поэтапный подход к интернационализации юаня, который вначале должен стать валютой расчетов и инвестиций и лишь затем резервным активом.

- Запущенная в 2009 году программа поощрения оплаты импорта в юанях привела к быстрому расширению его использования в торговых расчетах и к созданию офшорных рынков этой валюты, вначале в Гонконге (Китай), а затем в Сингапуре, китайской провинции Тайвань и некоторых европейских странах. Кроме того, интерес к юаню со стороны иностранных институциональных инвесторов превратил эту валюту в средство накопления. Создание механизмов валютных свопов (подробнее речь о них пойдет ниже) расширило возможности для использования юаня при определенных условиях в качестве резервной валюты.
- 20 Краткие сведения об истории движения Китая к конвертируемости валюты для целей операций по капитальному счету и о соответствующих реформах, запланированных на 2015 год, см. Zhou (2015). Автор утверждает также, что один из уроков глобального финансового кризиса заключается в том, что конвертируемость по счету движения капитала впредь не должна отождествляться с «полной и свободной конвертируемостью» валют. Необходимо сохранить ряд инструментов управления этим счетом, например, макроэкономические пруденциальные механизмы, помогающие сдерживать накопление чрезмерной внешней задолженности в частном секторе и образование серьезных валютных перекосов, а также инструменты контроля за краткосрочными спекулятивными потоками капитала.
- 21 По мнению некоторых специалистов, Китай может столкнуться с теми же проблемами, что и Япония: тот факт, что йена не превратилась в 1970-х и 1980-х годах в международную валюту, был связан не только с нежеланием японских властей интернационализировать йену, но и с тем, что она вначале не приобрела статус региональной валюты (Park, 2010; Lee, 2014).
- 22 Более углубленный анализ широкого круга вопросов, касающихся интернационализации юаня, см., например, посвященный данной теме специальный выпуск *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, May 2013.
- 23 В настоящее время корзину СПЗ составляют четыре валюты – доллар, евро, фунт стерлингов и йена в пропорции 41,9%, 37,4%, 11,3% и 9,4%.
- 24 В качестве еще одной задачи часто называют необходимость расширения использования СПЗ частными субъектами (Mateos y Lago et al., 2009). В то же время, как отмечал Окампо (Osampo, 2014), основанную на СПЗ международную валютную систему можно увязать с многовалютной системой, в которой СПЗ выполняли бы функцию глобального резервного актива, а национальные или региональные валюты продолжали бы использоваться в частных операциях. Однако при переходе к такой смешанной системе не обойтись без серьезных институциональных изменений.
- 25 В ходе последнего размещения в 2009 году были распределены 21,4 млрд. СПЗ, эмиссия которых была одобрена еще в 1997 году, а также новый транш в размере 161,2 млрд. СПЗ (примерно 250 млрд. долл. США). Поскольку распределение проводилось в соответствии с квотами в МВФ, свыше половины этих средств досталось развитым странам. По итогам этого размещения общая сумма распределенных СПЗ достигла примерно 5% глобальных недолларовых резервов. Кроме того, размер эмиссии 2009 года был гораздо меньше того, который, по оценкам, требуется для поддержания стабильного предложения глобальных резервных активов. В разных исследованиях он оценивается в 200–300 млрд. долл. в год. Некоторые из этих оценок сопоставляются в работе Эртена и Окампо (Erten and Osampo, 2012: 15).
- 26 В определенном смысле это равнозначно увязыванию эмиссии СПЗ с потребностями развития, о чем говорила ЮНКТАД еще в 1965 году. В то же время возможность использования СПЗ в качестве инструмента финансирования развития следует отделять от их потенциально более широких монетарных функций, на чем делается акцент в данном случае.
- 27 С технической точки зрения это можно сделать одним из двух способов (Osampo, 2011: 22): разрешив МВФ «осуществлять практически неограниченную эмиссию СПЗ в условиях серьезных глобальных потрясений» или рассматривая уже распределенные, но не использованные странами СПЗ, как депозиты или «избыточные резервы», которые МВФ может ссужать нуждающимся в средствах странам.
- 28 Следует отметить, что договоренности удалось добиться лишь в отношении довольно ограниченного пересмотра квот, так что даже после проведения реформы новая структура квот не будет соответствовать возросшей доле развивающихся стран в мировой экономике (Osampo, 2011: 23–24).
- 29 В 1970-х годах дискуссии на эту тему зашли в тупик, упершись в отсутствие согласия по вопросу о том, как должны распределяться между государствами-членами валютные риски и связанные с ними возможные потери. Расчеты гипотетических потерь в период 1995–2008 годов показали, что они были бы невелики в сравнении с масштабами экономики Соединенных Штатов и не стали бы преградой для создания такого механизма в наши дни (Kenen, 2010b).

- 30 Более подробное обсуждение этих механизмов см., например, Marino and Volz, 2012.
- 31 Рассматриваемые здесь механизмы имеют отношение к несбалансированности валовых международных потоков капитала по валютам и срокам. Тот факт, что доллар играет ключевую роль в разрешении возникающих проблем, объясняется его статусом доминирующей международной валюты, а это не имеет прямой связи с крупным отрицательным сальдо счета текущих операций Соединенных Штатов в 2007–2008 годах. Действительно, аналогичный дефицит ликвидности следует одновременно рассматривать под призмой евро, хотя текущий счет в еврозоне в целом является сбалансированным, а также японской йены и швейцарского франка, т.е. валют, эмитенты которых имеют значительное положительное сальдо по счету текущих операций.
- 32 В посвященном конкретному национальному опыту исследовании Айзенман (Aizenman et al., 2011), например, отмечает, что, несмотря на использование значительной части своих немалых валютных резервов, Республика Корея смогла в октябре 2008 года стабилизировать свои финансовые рынки лишь после того, как Банк Кореи заключил своп-соглашения вначале с Федеральной резервной системой Соединенных Штатов, а затем с Банком Японии и Народным банком Китая.
- 33 На пике в декабре 2008 года размер открытых своп-линий в общей сложности превышал 580 млрд. долл. США, и в этих соглашениях участвовали 14 зарубежных центральных банков, причем около четырех пятых этой суммы приходилось на лимит для ЕЦБ (Fleming and Klagge, 2010; Bourgeon, 2015). В число стран-участниц этих соглашений входили четыре развивающиеся страны – Бразилия, Мексика, Республика Корея и Сингапур, – хотя Бразилия и Сингапур ни разу не воспользовались открытыми на них лимитами (Bordo et al., 2014; Bourgeon, 2015).
- 34 Своп-соглашения НБК с центральными банками развитых стран, например с Национальным банком Швейцарии, часто преследует цель расширения офшорных рынков юаня (SNB, 2014). Эти соглашения позволяют импортерам в стране, чей центральный банк является партнером НБК, а также в соседних регионах легко получить доступ к средствам в юанях, если у них есть желание рассчитаться по сделке в этой валюте. Таким образом, их главная цель заключается в том, чтобы предложить ликвидность в случае дефицита торгового финансирования и стимулировать развитие формирующихся офшорных рынков юаня.
- 35 Согласно результатам эмпирического анализа Гарсии-Эрреро и Ся (Garcia-Herrero and Xia, 2015), на выбор стран-партнеров влияли размер их экономики и географическая близость, а также масштабы экспорта в Китай и факт наличия соглашения о свободной торговле с Китаем.
- 36 См. Wende P, “Por el swap con China, el BCRA incorporó yuanes a las reservas”, *Ambito Financiero*, 31 October 2014, на сайте <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=765312>. В октябре 2014 года НБК заключил аналогичное соглашение с Центральным банком Российской Федерации (см. ПБОС, “Central Banks of China and Russia signed bilateral local currency swap agreement”, на сайте [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184_.html)). В отличие от соглашений с центральными банками других стран, например Чили (см. [http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2015/20150528095203205835709/20150528095203205835709\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2015/20150528095203205835709/20150528095203205835709_.html)), это соглашение направлено на поощрение не только «двусторонней торговли и прямых инвестиций», но и «экономического развития двух стран».
- 37 Аналогичное соглашение Китай заключил и с Боливарианской Республикой Венесуэлой, в соответствии с которым предоставляемые ей многолетние займы первоначально включаются в валютные резервы, а затем постепенно используются для финансирования проектов развития, в первую очередь в нефтяном секторе. Другие займы, предоставляемые Китаем Боливарианской Республике Венесуэла, также могут использоваться для пополнения ее валютных резервов, поскольку они предусматривают погашение поставками нефти и топлива (см. Reuters, “China to lend Venezuela \$10 billion in coming months”, 19 March 2015, на сайте <http://www.reuters.com/article/2015/03/19/us-venezuela-china-idUSKBN0MF2AD20150319>).
- 38 Более подробный анализ таких региональных сетей см. Allen and Moessner, 2010.
- 39 Недавно сформулированное предложение, в основу которого лег план Кейнса, представленный на Бреттон-Вудской конференции в 1944 году, см. Davidson, 2007. Другие идеи на счет того, как первоначальное предложение Кейнса могло бы найти применение сегодня, см. Mateos y Lago et al., 2009, и United Nations, 2009.
- 40 В более кардинальных предложениях содержится призыв внести изменения в статью IV Статей соглашения МВФ с тем, чтобы обязать государства-участники сориентировать свою внутреннюю политику на достижение стабильности как на национальном, так и на глобальном уровне

- (Пале-Рояльская инициатива, 2011 год) или наделить МВФ правом определять меры, необходимые для проведения согласованной политики на глобальном уровне и мониторинга прогресса (King, 2011). Такие меры, безусловно, должны подкрепляться серьезной реформой механизма управления МВФ и изменением подходов к его надзорной и макроэкономической функциям.
- 41 Всесторонний обзор региональных валютно-финансовых соглашений см. UNCTAD, 2011; и Fritz and Mühlich, 2014.
- 42 Среди механизмов макроэкономической координации и валютной интеграции в Африке, которые не были бы привязаны к евро и не поддерживались бы казначейством Франции, реально функционирует лишь Общая валютная зона (ОВЗ). Она представляет собой единый финансовый рынок Лесото, Намибии, Свазиленда и Южной Африки, обеспечивающий свободу денежных потоков и доступ каждого члена к рынкам капитала друг друга (*ДТР за 2007 год*; и Fritz and Mühlich, 2014).
- 43 Региональная расчетная единица (SUCRE) представляет собой искусственную единицу стоимости по типу СПЗ. В ее основе лежит корзина валют стран-участниц, доля которых в корзине зависит от размера экономики соответствующей страны.
- 44 К группе АСЕАН+3 относятся члены Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (Бруней-Даруссалам, Вьетнам, Индонезия, Камбоджа, Лаосская Народно-Демократическая Республика, Малайзия, Мьянма, Сингапур, Таиланд и Филиппины) плюс Китай (включая Гонконг (Китай)), Республика Корея и Япония.
- 45 См. [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2014/rel140717a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/rel140717a.pdf).
- 46 Подробнее см. веб-сайт АМРО: <http://www.amro-asia.org/>.
- 47 Максимальная сумма определяется коэффициентами, на которые умножаются взносы членов и которые оставляют от 0,5 (для Китая и Японии) до 5,0 (для ряда небольших стран-членов). Например, для Китая эта сумма составляет порядка 34 млрд. долл., для Японии – около 38 млрд. долл., а для каждого крупного члена АСЕАН (Индонезия, Малайзия, Сингапур, Таиланд и Филиппины) – примерно 23 млрд. долларов. Доля от этих сумм, которую можно получить, не обращаясь в МВФ, была увеличена в три этапа с первоначальных 10% до нынешних 30%, причем существуют планы довести ее до 40%. Это требование, которое существует еще со времени Чиангмайской инициативы, направлено на борьбу с безответственным поведением, которое воспринимается как потенциальная проблема в силу отсутствия региональных надзорных механизмов, имеющих достаточный политический вес и достаточные кадровые и финансовые ресурсы (Rhee et al., 2013; Shimizu, 2013). Более подробную информацию об изменениях, внесенных в Чиангмайскую инициативу многосторонности в 2014 году, см.: [https://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2014/rel140717a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/rel140717a.pdf).
- 48 Механизм своп-операций, предусмотренный в рамках совместного валютного резерва (Contingency Reserve Arrangement) БРИКС (Бразилия, Российская Федерация, Индия, Китай и Южная Африка), который, как планировалось в мае 2015 года, должен заработать в конце 2015 года, будет межрегиональным по своему характеру. Однако он не предполагает эмиссии одним из центральных банков международной валюты, хотя со временем ситуация может измениться, поскольку роль юаня как международной валюты постоянно растет. В то же время, имея первоначальный объем ресурсов в размере 100 млрд. долл., он будет сильно уступать даже Чиангмайской инициативе многосторонности, причем для получения государством-членом ликвидности в размере сверх 30% от его лимита также потребуются выполнение требований МВФ. Подробнее см.: <http://brics6.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/220-treaty-for-the-establishment-of-a-brics-contingent-reserve-arrangement-fortaleza-july-15>.
- 49 Каждый член имеет один голос; для принятия большинства решений требуются голоса 75% членов, а особых решений, касающихся, например, увеличения капитала, – согласие 80% членов.
- 50 В числе исторических прецедентов таких региональных клиринговых систем можно назвать Европейский платежный союз (ЕПС), существовавший в 1950–1958 годах, и в определенной степени ЛААИ. Аналогичный механизм предусмотрен и в выдвинутой в 2009 году инициативе по созданию региональной расчетной единицы (SUCRE), хотя он еще не вступил в силу (подробнее см. UNCTAD, 2011).
- 51 Внутрирегиональные диспропорции могут образоваться вследствие проведения определенных стратегий развития, принимаемых странами-членами во внимание при разработке механизма корректировки таких дисбалансов, например в случае, когда та или иная страна выступает локомотивом развития региона.
- 52 Следует подчеркнуть, что данная диаграмма приводится исключительно для наглядности и не построена на точных количественных данных.

---

## Литература

---

- Aglietta M and Coudert V (2014). *Le dollar et le système monétaire international*. Paris, Editions La Découverte.
- Aizenman J and Pasricha (2010). Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation. *International Review of Economics and Finance*, 19(3): 353–365.
- Aizenman J, Jinjarak Y and Park D (2011). International reserves and swap lines: Substitutes or complements? *International Review of Economics and Finance*, 20(1): 5–18.
- Aizenman J, Cheung YW and Ito H (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52(April): 102–126.
- Allen WA and Moessner R (2010). Central bank cooperation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. Working Paper No. 310, Bank for International Settlements, Basel.
- Auboin M (2012). Use of currencies in international trade: Any change in the picture? Working Paper ERSD-2012-10, World Trade Organization, Geneva.
- BIS (2011). Global liquidity: Concept, measurement and policy implications. CGFS paper No. 45, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (2014). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2013. Bank for International Settlements, Basel.
- Bofinger P (2011). The scope for foreign exchange market intervention. UNCTAD Discussion Paper No. 204, UNCTAD, Geneva.
- Bordo MD, Humpage OF and Schwartz JA (2014). The evolution of Federal Reserve swap lines since 1962. Working Paper No. 14/14, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, OH.
- Borio C, James H and Shin HS (2014). The international monetary and financial system: A capital account historical perspective. Working Paper No. 457, Bank for International Settlements, Basel.
- Bourgeon P (2015). Background paper for the *Trade and Development Report, 2015*.
- Carli G (1976). Why banks are unpopular. Per Jacobsson lecture. Имеется по адресу: <http://www.perjacobsson.org/lectures/1976.pdf>.
- Cooper R (2006). Proposal for a common currency among rich democracies. *International Economics and Economic Policy*, 3(3–4): 387–394.
- Davidson P (2007). *John Maynard Keynes*. London, Palgrave Macmillan.
- de Cecco M (1974). *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890–1914*. Oxford, Basil Blackwell.
- Destais C (2014). Central bank currency swaps and the international monetary system. Policy Brief No. 2014-05, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), Paris.
- Dorrucci E and McKay J (2011). The international monetary system after the financial crisis. Occasional Paper No. 123, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eichengreen B (1992). *Golden Fetters*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Eichengreen B (2005). Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition. Working Paper No. 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Eichengreen B (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford and New York, Oxford University Press.
- Erten B and Ocampo JA (2012). Building a stable and equitable global monetary system. Working paper No. 118, United Nations Department of Economic and Social Affairs, New York.
- ECB (2014). The international role of the euro. European Central Bank, Frankfurt.
- Farhi E, Gourinchas PO and Rey H (2011). *Reforming the International Monetary System*. London, Centre for Economic Policy Research.
- Financial Times (2014). China's foreign exchange reserves near record \$4tn, 15 April.

- Fleming MJ and Klagge NJ (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines. *Current Issues in Economics and Finance*, 16(4): 1–7. Federal Reserve Bank of New York.
- Fritz B and Mühlich L (2014). Regional monetary cooperation in the developing world: Taking stock. Paper for the UNCTAD project, Strengthening Pro-growth Macroeconomic Management Capacities for Enhanced Regional Financial and Monetary Cooperation among Selected Countries of Latin America and the Caribbean, and West and Central Africa.
- Galbraith JK (2014). *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*. New York, Simon & Schuster.
- Garcia-Herrero A and Xia L (2015). China's RMB bilateral swap agreements: What explains the choice of countries? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, forthcoming. Имеется по адресу: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/16081625.2014.960059#.VUoJQ0102Hs>.
- Ghosh AR, Qureshi MS, Kim JI and Zalduendo J (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2): 266–285.
- Goldberg L (2011). The international role of the dollar: Does it matter if this changes? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 522, New York, NY.
- Goldberg L and Tille C (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2): 177–192.
- Gourinchas PO and Rey H (2007). From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. In: Clarida RH, ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago, University of Chicago Press: 11–66.
- IMF (2011a). IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis: IMF surveillance in 2004–07, Washington, DC.
- IMF (2011b). Criteria for broadening the SDR currency basket. Washington, DC.
- IMF (2011c). The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period. Washington, DC.
- IMF (2013). Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements. Washington, DC.
- IMF (2014). 2014 Triennial Surveillance Review – Managing Director's Action Plan for Strengthening Surveillance. Washington, DC.
- IMF (2015a). Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). Washington, DC.
- IMF (2015b). Assessing reserve adequacy: Specific proposals. Washington, DC, 24 April. Имеется по адресу: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.
- IMF (2015c). Factsheet: The IMF's Flexible Credit Line (FCL). Washington, DC, 10 April. Имеется по адресу: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>.
- IMF (2015d). Factsheet: The IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL). Washington, DC, 13 April. Имеется по адресу: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm>.
- Kenen PB (2010a). Renovation of the global reserve regime: Concepts and proposals. Working Paper 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Princeton, NJ. Имеется по адресу: <https://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/208kenen.pdf>.
- Kenen PB (2010b). The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system. Policy Brief 10-6, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- King M (2011). Global imbalances: The perspective of the Bank of England. Financial Stability Review No. 15, Banque de France, Paris. Имеется по адресу: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech473.pdf>.
- Kregel JA (2010). An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies. Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Kregel JA (2015). Emerging markets and the international financial architecture: A blueprint for reform. Working Paper No. 833, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Lee JW (2014). Will the renminbi emerge as an international currency? *World Economy*, 37(1): 42–62.
- Lin JY (2013). *Against the Consensus. Reflections on the Great Recession*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Marino R and Volz U (2012). Critical review of the IMF's tools for crisis prevention. Discussion Paper No. 4/2012, German Development Institute, Bonn. Имеется по адресу: <https://www.die-gdi.de/en/discussion-paper/article/a-critical-review-of-the-imfs-tools-for-crisis-prevention/>.
- Mateos y Lago I, Duttagupta R and Goyal R (2009). The debate on the international monetary system. IMF Staff Position Note SPN/09/26, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Matsukawa M (1982). The yen: A newly-emerging reserve currency. In Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 24–31.
- McCauley R, McGuire P and Sushko V (2015). Global dollar credit: Links to US monetary policy and leverage. BIS Working Paper No. 483. Bank for International Settlements, Basel.
- Mundell R (2012). The case for a world currency. *Journal of Policy Modeling*, 34(4): 568–578.
- Obstfeld M, Shambaugh JC and Taylor AM (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *American Economic Review*, 99(2): 480–486.

- Ocampo JA (2011). Reforming the International Monetary System. WIDER Annual Lecture 14. World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Ocampo JA (2014). The provision of global liquidity: The global reserve system. WIDER Working Paper 2014/141, World Institute for Development Economics Research, Helsinki.
- Palais Royal Initiative (2011). Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty-first century. Имеется по адресу: [http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport\\_Camdessus-integral.pdf](http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf).
- Panic M (1992). European Monetary Union: Lessons from the Classical Gold Standard. New York, St. Martin's Press.
- Park YC (2010). RMB internationalization and its implications for financial and monetary cooperation in East Asia. *China & World Economy*, 18(2): 1–21.
- Park YC and Wyplosz C (2014). International monetary reform: A critical appraisal of some proposals. In: Kawai M, Lamberte MB and Morgan PJ, eds. *Reform of the International Monetary System: An Asian Perspective*. Tokyo, Asian Development Bank Institute and Springer: 19–40.
- PBOC (2012). The People's Bank of China Annual Report 2012. Beijing.
- Perez Caldentey E, Cipoletta G and Cruz M (2014). Un análisis comparado de los sistemas de pago en America Latina. Presentation at UNCTAD/ECLAC Conference, Santiago Chile, June 2014.
- Pettis M (2013). *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Prasad ES (2013). *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.
- Rey H (2013). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole. Имеется по адресу: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>.
- Rhee C, Sumulong L and Vallée S (2013). Global and regional financial safety nets: Lessons from Europe and Asia. Working Paper No. 2013/06, Bruegel, Brussels.
- Rieke W (1982). The development of the Deutschemark as a reserve currency. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 16–23.
- Roosa RV (1982). The multiple reserve currency system. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 1–15.
- Sgard J (2015). Central bank currency swaps and their potential role in international monetary reform. Background paper for UNCTAD's *Trade and Development Report, 2015*.
- Shimizu K (2013). Regional cooperation for financial and exchange rates stability in East Asia. Working Paper FG7, German Institute for International and Security Affairs. Berlin. Имеется по адресу: [http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP\\_FG7\\_2013\\_01\\_Dezember\\_Kenichi\\_Shimizu.pdf](http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP_FG7_2013_01_Dezember_Kenichi_Shimizu.pdf).
- SNB (2014). Renminbi swap agreement and granting of a renminbi investment quota to the Swiss National Bank. Press Release, 21 July, имеется по адресу: [http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20140721/source/pre\\_20140721.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20140721/source/pre_20140721.en.pdf).
- Titelman D, Vera C, Carvalho P and Perez Caldentey E (2014). A regional reserve fund for Latin America. *Cepal Review*, 112: 7–28.
- Triffin R (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven, CT, Yale University Press.
- UNCTAD (1965). *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*. Document TD/B/32. United Nations publication, New York and Geneva.
- UNCTAD (2011). *Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies: The new Challenges for Latin America and the Caribbean*. United Nations publication, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2001). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report, 2007. Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2010). *Trade and Development Report, 2010. Employment, Globalization and Development*. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2012). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for*

- Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- United Nations (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* (Stiglitz Commission Report), New York.
- Volz U (2012). The need and scope for strengthening co-operation between regional financing arrangements and the IMF. Discussion Paper No. 15/2012, German Development Institute, Bonn.
- Williamson J (2011). Getting surplus countries to adjust. Policy Brief No. 11-01, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.
- Yu Y (2014). How far can renminbi internationalization go? Working Paper No. 461, Asian Development Bank Institute, Tokyo. Имеется по адресу: <http://www.adbi.org/working-paper/2014/02/13/6136.how.far.can.renminbi.internationalization.go>.
- Zhou X (2009). Reform of the International Monetary System. Essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April: <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.
- Zhou X (2015). International Monetary and Financial Committee Statement. Washington, DC, International Monetary Fund, 18 April. Имеется по адресу: <http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>.

## РЕФОРМА СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В ПОСЛЕКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

### А. Введение

После глобального финансового кризиса 2008–2009 годов политическое руководство стран признало наличие серьезных недостатков в механизме регулирования финансовых рынков и учреждений. Наглядным свидетельством таких сбоев стали неспособность крупных частных банков управлять рисками, неконтролируемое расширение теневой банковской системы и повсеместное распространение в финансовом секторе схем выплаты чрезмерного вознаграждения. Первоначально политические руководители демонстрировали готовность провести фундаментальную реформу системы, с тем чтобы сделать ее более стабильной, менее подверженной кризисам и более устойчивой к шоковым потрясениям, а также в большей степени ориентировать ее на поддержку реальной экономики и процесса экономического развития. Они также признавали, что в рамках проработки любой программы реформ на последующий период нужно учитывать интересы и проблемы крупных развивающихся стран. Ввиду этого в конце 2008 года наиболее актуальным форумом для координации усилий и принятия решений на международном уровне стали совещания не «восьмерки», а G20, в состав которой входят крупные развивающиеся страны. Некоторые из них также вошли

в Совет по финансовой стабильности (СФС), ставший преемником Форума по финансовой стабильности (ФФС) в вопросах координации деятельности различных нормотворческих органов в финансовом секторе и контроля осуществления финансовых реформ, согласованных странами G20.

Программа реформ, осуществление которой координировал СФС, была нацелена на укрепление пруденциального регулирования и надзорных и контрольных функций финансовых органов. Однако сегодня, спустя семь лет после того, как разразился глобальный кризис, стало ясно, что за исключением ряда частичных улучшений добиться необходимых сдвигов не удалось. Существующим финансовым структурам по-прежнему недостает адекватных инструментов, которые позволяли бы уменьшать волатильность потоков капитала, предупреждать системные кризисы и обеспечивать наличие средств для финансирования малых и средних предприятий (МСП) и инновационной деятельности. Осуществлявшиеся после кризиса 2008–2009 годов реформы лишь в ограниченной степени учитывают некоторые специфические потребности развивающихся стран.

В настоящей главе рассматривается ряд ключевых согласованных на международном уровне финансовых реформ, которые в настоящее время проводятся в жизнь национальными органами, и анализируются их возможные последствия, в частности для развивающихся стран. Как показано в разделе В, где рассматриваются новые базельские нормативы достаточности капитала, которые призваны укрепить положение банков, эти требования по-прежнему чрезмерно сильно опираются на узко определяемые пруденциальные нормы, что выдается за наиболее оптимальный подход к банковскому регулированию. В указанном разделе также обсуждается ряд инициатив по реформированию финансовой системы в развитых странах. Раздел С посвящен теневой банковской системе и мерам, предлагаемым в целях снижения рисков,

возникающих в результате использования этой формы финансового посредничества. В разделе D анализируются другие важные проблемы финансового регулирования, такие как чрезмерное использование оценок рейтинговых агентств, проблемы, возникающие в результате расширения присутствия иностранных банков в развивающихся странах, и необходимость устранения факторов уязвимости, обусловленной движением спекулятивных потоков международного капитала. В разделе E высказывается мысль о том, что нужна более масштабная программа реформ, предусматривающая, в частности, необходимое отделение или «ограждение» некоторых видов банковской деятельности. В ней также рассматриваются регулятивные элементы финансовой системы, в большей степени ориентированной на потребности развития.

---

## В. Финансовая реформа и пруденциальное регулирование на послекризисном этапе

---

За последние 40 лет существенно расширились рамки финансового сектора и, в частности, как результат целого ряда волн финансовых инноваций и дерегулирования рынков чрезвычайно возросла мобильность международного капитала. Динамика глобальной ликвидности и распределение глобальных средств во все большей степени определяются условиями кредитования в основных финансовых центрах, операциями банков, осуществляющих деятельность на международном уровне, и деятельностью целого ряда управляющих компаний и других институциональных инвесторов.

В процессе финансового дерегулирования происходило постепенное ослабление

количественных нормативов и других установленных для банков ограничений, например предельных уровней процентных ставок или ограничений возможностей осуществ-

ления других, помимо традиционного кредитования, операций. Одним из аспектов такого дерегулирования стали отказ от прямого государственного вмешательства в функционирование финансового сектора и эрозия механизмов достижения целей развития. Вместо них на первый план вышла однобокая концепция

регулирования на основе пруденциальных норм (т.е. установленных нормативов капитализации и ликвидности). Ядро ее составляла идея о том, что банки должны иметь право свободно заниматься кредитованием или осуществлением рыночных операций при условии наличия у

---

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов обнажил недостатки концептуальных рамок, основывающихся на идее свободных финансовых рынков и саморегулирования.

---

них достаточного капитала, позволяющего пережить непредвиденные потери. При этом имелось в виду, что рыночная конкуренция будет правильно обеспечивать финансирование прибыльных инвестиций и, таким образом, высокую отдачу для общества.

Базельские нормативы достаточности капитала с момента их введения в 1988 году стали важной точкой отсчета при проведении пруденциальной политики не только в странах, представленных в Базельском комитете по банковскому надзору (БКБН), – куда первоначально входило небольшое число развитых стран, – но и во многих развивающихся странах, несмотря даже на то, что они не участвовали в процессе разработки нормативов и что соответствующие рекомендации разрабатывались без учета их финансовых систем<sup>1</sup>. Базельские соглашения призваны не допускать накопления банками, осуществляющими деятельность в международных масштабах, объемов операций без должной капитальной базы. Они также должны устранять стимулы для введения в отдельных юрисдикциях менее жестких нормативов для банков в целях привлечения деловых кругов. Базельские правила отражали представление, согласно которому рынки и финансовые субъекты способны обеспечивать самодисциплину и осмотрительность банка является неотъемлемым элементом его репутационного капитала. Таким образом, имелось в виду, что рыночные силы будут не давать банкам идти на чрезмерный риск.

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов, безусловно ставший самым тяжелым с 30-х годов прошлого века, обнажил серьезные недостатки финансового дерегулирования и концептуальных рамок, базирующихся на идее свободных рынков и саморегулирования (*ДТР за 2009 и 2011 годы*). Узкая направленность

пруденциального регулирования на базе установления капитальных нормативов для банков не позволила предотвратить масштабный хаос конца 2008 года. В самом деле, кризис на рынке субстандартного ипотечного кредитования и его последствия парализовали деятельность многих крупнейших банков мира (полностью соответствовавших в 2008 году стандартам «Базель II»), что вынудило правительства осу-

---

Кризис на рынке субстандартных ипотечных кредитов парализовал многие крупнейшие банки мира, полностью соответствовавших базельским стандартам, что обусловило необходимость осуществления правительствами чрезвычайно обременительных программ спасения пошатнувшихся учреждений.

---

ществлять чрезвычайно обременительные программы спасения пошатнувшихся учреждений и соответственно обернулось значительным нарастанием государственного долга и тяжелыми социальными издержками.

Как представляется, в процессе послекризисных реформ сформировался консенсус относительно глобального характера нестабильности и необходимости активизации международного сотрудничества (*ДТР за 2009 и 2011 годы*; Haldane, 2014).

В рамках международной программы реформ, осуществлявшейся под руководством СФС, был выдвинут ряд инициатив, включая третье Базельское соглашение («Базель III»), и выработан ряд конкретных положений о «системообразующих банках глобального значения» и рекомендаций в целях улучшения надзора над теневыми банковскими операциями<sup>2</sup>.

Страны G20 приняли решение постепенно вводить новые стандарты в свои системы регулирования. Однако источники системного риска, т.е. риска того, что дефолт, сжатие ликвидности или кризис на каком-то определенном рынке охватят и другие рынки и в конечном счете выльются в полномасштабный кризис, по всей вероятности, сохранятся, при этом по-прежнему серьезную озабоченность вызывают те факторы неустойчивости, которые внесли свою лепту в возникновение глобального кризиса. В настоящем разделе под критическим углом зрения рассматривается основная направленность процесса реформ, выявляются

их основные слабые места и освещаются те проблемы, которые они порождают для развивающихся стран.

### **1. Новое третье Базельское соглашение («Базель III»)**

Базельские соглашения создают наиболее полную рамочную основу регулирования банковской отрасли<sup>3</sup>. Однако в ряде отношений они не смогли обеспечить создание более прочной финансовой системы. Решающее значение имеет тот факт, что нормативы достаточности капитала не смогли предотвратить увеличение «кредитного плеча» до высоких уровней и равным образом не слишком способствовали диверсификации портфелей; к тому же они, как отмечается в ряде работ, усугубили и без того проциклический характер банковских операций (см., например, Slovik, 2012).

В условиях кризиса и возросшего внимания к его деятельности Базельский комитет принял решение создать новую систему регулирования «в интересах повышения стойкости банков и глобальной банковской системы» (BCBS, 2011). Обнародованный в октябре 2010 года пакет реформ, получивший название «Базель III», предусматривает, в частности, новые нормативы достаточности капитала и ряд положений в отношении ликвидности. В соответствии с согласованным графиком страны G20 вводят новые стандарты с 2013 года и рассчитывают полностью внедрить эту систему к 1 января 2019 года.

Если говорить о капитальных нормативах, то правила «Базель III» повышают качество резервов, которые банки обязаны иметь, чтобы им было легче покрывать потенциальные убытки. Преобладающей формой капитала первого уровня стали акционерный капитал и нераспределенная прибыль, поскольку в новом соглашении исключается возможность использования привилегированных акций и гибридных ценных бумаг, сочетающих свойства облигаций и акций, в интересах увеличения базового капитала.

Кроме того, в сравнении с предыдущим соглашением («Базель II») в соглашении «Базель III» вводятся более высокие уровни капитала. Минимальный уровень совокупных капитальных нормативов остался на уровне 8% от взвешенных по риску активов, однако доля акционерного капитала первого уровня повысилась с 2% до 4,5% от взвешенных по риску активов. Кроме того, согласно положениям «Базель III» банки обязаны иметь «буферы защиты капитала» в сумме не менее 2,5% от взвешенных по риску активов (также в форме акционерного капитала первого уровня), которые должны использоваться в напряженные моменты. По мере исчерпания буферного капитала при возникновении убытков банки обязаны пополнять эти резервы за счет сокращения распределяемой по их усмотрению прибыли и выплат бонусов руководству. В результате всех этих мер совокупный норматив акционерного капитала доводится до 7% от суммы взвешенных по риску активов. Кроме того, в рамках новой системы национальные органы получают право предлагать банкам в единообразном порядке корректировать в сторону повышения размер созданных для использования в напряженных ситуациях буферов защиты капитала в тех случаях, когда, по их мнению, в результате роста кредитной массы системный риск возрастает до неприемлемого уровня. Этот контрциклический буфер создается в пределах 0–2,5% также за счет акционерного капитала.

Еще одной особенностью третьего Базельского соглашения является введение невзвешенного по риску показателя доли заемных средств на основе минимального капитала первого уровня в размере не ниже 3% от общего объема активов. Для целей расчета показателя доли заемных средств позиции банков должны включать балансовые элементы, например операции по финансированию с использованием ценных бумаг, а также забалансовые элементы, например производные инструменты и аккредитивы.

Наконец, в числе положений о ликвидности в своде правил «Базель III» предлагаются нормативные показатели покрытия

ликвидности (LCR) и чистого стабильного финансирования (NSFR). Коэффициент LCR должен обеспечивать наличие у банков краткосрочной ликвидности в размерах, достаточных для того, чтобы пережить напряженную ситуацию продолжительностью до одного месяца. Норматив NSFR призван помочь банкам решать проблемы ликвидности, но в пределах одного года, ориентируясь в первую очередь на срочную структуру активов и обязательств банков. Таким образом, банки поощряются повышать стабильность источников фондирования (например, за счет депозитов) и уровень ликвидности активов (BCBS, 2014a и b). Хотя новое соглашение подается в качестве огромного шага вперед в сравнении с предшествующим соглашением «Базель II», эти реформы вряд ли сделают банки более стойкими в условиях потрясений.

Поскольку в третьем Базельском соглашении не изменена система определения уровня риска, оценка базового капитала, как и раньше, должна производиться по взвешенным по степени риска активам. Другими словами, при подсчете суммы активов, которые должны покрываться капиталом банка, по полной стоимости учитываются только активы, относимые к категории высокорискованных, активы же, отнесенные к категории более безопасных, учитываются лишь в определенной пропорции к их стоимости. В результате повышается стимул к вложению средств в активы, относимые к низкому уровню риска, в случае которых размеры кредитного плеча могут быть гораздо больше, чем в случае рискованных активов<sup>4</sup>. На макроэкономическом уровне ориентированный на уровень риска подход может иметь неблагоприятные последствия для динамики занятости и экономического роста, ставя в невыгодное положение мелкие и средние предприятия. Поскольку полагают, что в случае таких компаний риск выше, чем в случае крупных фирм, банки, избрав вариант

портфельных инвестиций со смещением в пользу активов с низким уровнем риска, будут неохотно открывать кредитные линии для МСП (Moosa and Burns, 2013). Кроме того, в третьем Базельском соглашении не ставятся под сомнение опора рейтинговых агентств на внешние рейтинги и система использования банками для целей весовой градации рисков внутренних моделей оценки риска<sup>5</sup>. Непонятно, почему Базельский комитет по-прежнему находит полезными рейтинги рейтинговых агентств, в то время как сам СФС указывал, что «особенно остро стоит вопрос

об устранении или замене таких справочных показателей [т.е. внешних кредитных рейтингов] в тех случаях, когда они влекут механическую реакцию участников рынка» (FSB, 2010).

Сохраняя систему корректируемых весовых коэффициентов риска, третьей Базельское соглашение не решает проблемы процикличности соглашения «Базель II». При низкой оценке рисков дефолта, что, по всей вероятности,

будет иметь место в периоды экономического подъема, – как, например, в период экономического роста 2003–2007 годов, – кредитные рейтинги повышаются, в результате чего при расчете капитальных нормативов активы перемещаются в категорию более низкого риска. Соответственно, при одном и том же портфеле активов размеры необходимого капитала уменьшаются, что позволяет повысить долю заемных средств в течение восходящей фазы цикла. В противоположность этому потребности в капитале резко возрастают, когда подъем заканчивается и возникает ощущение, что степень рискованности банковских активов возрастает. Кроме того, реформы, предусмотренные соглашением «Базель III», не позволяют решить проблему одного из наиболее противоречивых компонентов предыдущих базельских правил: в качестве альтернативы использованию внешних кредитных рейтингов

---

Третье Базельское соглашение предусматривает более высокие капитальные нормативы, но при этом сохраняя взвешенную по степени риска систему и принцип опоры на рейтинговые агентства и, таким образом, не позволяя предотвратить накопление высокой доли заемных средств и устранить элемент процикличности.

---

банки по-прежнему вправе сами подсчитывать размеры своего регулятивного капитала; соответственно, при сходных портфелях активов в двух разных банках, использующих свои собственные модели внутренней оценки рисков, потребности в капитале нередко различаются<sup>6</sup>. Наиболее существенным аспектом является, вероятно, то, что базельские нормы, исходя из допущения о том, что «дисциплина рынка» будет обеспечивать ответственное поведение финансовых агентов, косвенным образом по-прежнему опираются не на механизм внешнего надзора, а на систему самоконтроля крупных банков. Вместе с тем в настоящее время признается, что упомянутое допущение не безусловно и далеко от реальности.

В рамках системы, предусматривающей оценку рисков, учреждения этого сектора накопили чрезмерный объем заемных средств. На протяжении всего периода с момента введения в 1992 году взвешенных по степени риска базельских нормативов достаточности капитала («Базель I») до возникновения глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов показатель отношения совокупного капитала банков к объему *невзвешенных* активов неуклонно снижался. Например, в выборке крупных международных банков этот показатель упал за период 1993–2008 годов с 4,8% до менее 3% (Ingves, 2014)<sup>7</sup>. Предусмотренный III Базельским соглашением коэффициент доли заемных средств, который, в принципе, должен подкрепить требования к капиталу, рассчитанные на основе оценки рисков, позволит лишь незначительно улучшить капитальную базу. При нормативе в размере лишь 3% от объема невзвешенных активов капитал банков может оказаться существенно ниже того минимального уровня, который потребовался бы им для того, чтобы пережить серьезное потрясение (Admati and Hellwig, 2013)<sup>8</sup>.

Ввиду своих размеров, сложной структуры, присутствия в разных странах и взаимосвязанности крупные банки порождают глобальные системные риски и проблемы для регулирующих органов.

## 2. Предлагаемые рамки для системообразующих банков

Крупные банки, осуществляющие международные операции, в значительной степени способствовали возникновению глобального финансового кризиса 2008–2009 годов. Присутствие этих банков в различных странах и их трансграничные операции облегчали распространение кризиса, охватывавшего другие страны. Ввиду своих размеров, сложной структуры, присутствия в различных странах и взаимосвязанности эти крупные банки порождали глобальные системные риски и проблемы для регулирующих органов.

Сложные и взаимосвязанные операции этих банков, отследить которые сложно не только органам финансового регулирования, но и собственному руководству этих банков, далеко не прозрачны. Эти банки стали столь велики по своим размерам, что, по мнению финансовых экспертов и директивных органов, они «слишком велики, чтобы рухнуть»; другими словами, если допустить их крах, будет причинен невосполнимый ущерб всей международной финансовой системе. Финансово-бюджетные издержки их поддержания на плаву в случае неплатежеспособности будут колоссальны и потребуют высокого уровня координации усилий на международном уровне, добиться которого сложно.

Расширение международных операций этих банков и огромные размеры их балансов трудно объяснить соображениями эффективности (BIS, 2010a). Напротив, имеющиеся данные свидетельствуют о том, что такое расширение масштабов международных операций облегчалось недооценкой риска, что, возможно, деформировало их побудительные мотивы. При статусе «системообразующих» эти банки получают конкурентное преимущество, исходя из

того, что, если в результате осуществления рискованных операций они понесут огромные убытки, правительство спасет их. Кроме того, при таком статусе они получают доступ к более дешевым источникам финансирования, поскольку, по мнению кредиторов, их дефолт менее вероятен. Еще одно конкурентное преимущество обусловлено тем, что согласно Базельским соглашениям крупные банки могут избирать наиболее удобные подходы для целей определения размеров капитала. У них имеются ресурсы для использования собственных моделей оценки риска, благодаря чему они могут гибко подходить к определению капитальных нормативов и функционировать при меньшем объеме собственного капитала в сравнении с более мелкими банками, у которых при определении размеров капитальной базы хватит средств лишь на реализацию менее сложных подходов.

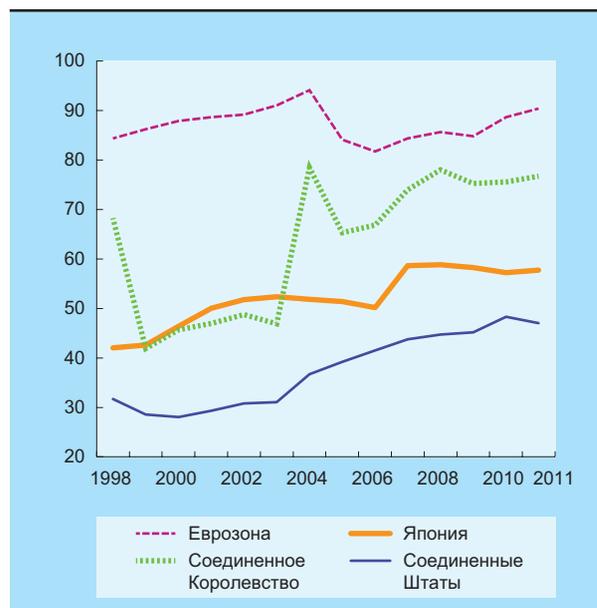
На уровне стран расширение масштабов деятельности крупных банков выступает одной из основных причин концентрации банковского сектора, особенно в период 1998–2007 годов. В период после 2008 года эта тенденция в целом прекратилась, хотя в нескольких странах, в том числе в Соединенных Штатах, она продолжает развиваться, отчасти отражая процесс слияний, осуществлявшихся в послекризисный период при государственной поддержке (диаграмма 4.1).

После возникновения глобального кризиса серьезную озабоченность стали вызывать системные риски, связанные с операциями крупных банков. В одном из докладов Организации Объединенных Наций высказывалась рекомендация ввести дополнительные капитальные нормативы для крупных финансовых учреждений (United Nations, 2009). Кроме того, в нем предлагалось, чтобы правительства проводили жесткую анти-трестовскую политику, призванную лишить банки стимулов для увеличения до слишком крупных размеров. Аналогичные изменения системы регулирования предлагали и другие органы. Так, например, G20 на своем Вашингтонском саммите в ноябре 2008 года рекомендовала проанализировать сферу действия финансового регулирования для обеспечения надлежащего регулирования

Диаграмма 4.1

#### АКТИВЫ ПЯТИ КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ В ПРОЦЕНТАХ ОТ СОВОКУПНОГО ОБЪЕМА АКТИВОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА В НЕКОТОРЫХ СТРАНАХ, 1998–2011 ГОДЫ

(В процентах)



Источник: Bankscope, Bureau van Dijk.

деятельности всех системообразующих финансовых учреждений. Годом позже участники саммита G20 в Лондоне дополнительно предложили ввести специальную систему надзора над деятельностью многофункциональных финансовых учреждений и предоставить регулирующим органам доступ к соответствующей информации о финансовых учреждениях, рынках и инструментах, чтобы они имели возможность выявлять возможные сбои или напряженные ситуации, сопряженные с системными рисками.

Начиная с 2011 года СФС, используя методологию Базельского комитета (BCBS, 2011), выявляет глобальные системообразующие банки (Г-СОБ)<sup>9</sup>. В последнем дополнительном материале, опубликованном в ноябре 2014 года, перечислено 30 таких банков (кроме трех китайских, все остальные – из развитых стран), которым следует накопить более значительные резервы для покрытия убытков, а также создать группы кризисного управления, заключить

соглашения о трансграничном сотрудничестве и разработать планы действий на случай возникновения чрезвычайных ситуаций (получивших название «прижизненных завещаний»). В 2014 году СФС внес предложения об увеличении возможностей покрытия убытков банками категории Г-СОБ при проведении санации, в соответствии с которыми этим банкам придется увеличивать размеры собственного капитала, в результате чего совокупные капитальные потребности составят порядка 16–20% от объема их активов, взвешенных по уровню риска. Авторы этих предложений полагают, что это позволит упорядоченно проводить санацию со сведением к минимуму каких-либо последствий для финансовой стабильности и обеспечением непрерывного осуществления решающе важных функций<sup>10</sup>.

Однако для решения проблемы системобразующих учреждений, возможно, будет недостаточно даже этих предложений. Во-первых, расчет способности погашать убытки производится с использованием весовых коэффициентов риска, что порождает значительные возможности для маневра при выполнении установленных требований. Во-вторых, не ясно, будут ли готовы сотрудничать национальные регулирующие органы без создания согласованного в глобальных масштабах режима санации банков; действительно, без подобного режима в случае банкротства в пароксизме защиты национальных интересов возможно даже ажиотажное приобретение местных активов.

### **3. Рамки пруденциального регулирования и развивающиеся страны**

За период с момента введения в 1988 году базельские стандарты достаточности капитала стали важным опорным ориентиром для регулирующих органов во всем мире. Свод правил достаточности капитала «Базель I» приняли свыше 100 стран (Barth et al., 2006), и все развивающиеся страны, входящие в Г20, а также большое число стран, не являющихся ее членами, выполняют требования «Базель II». Хотя большинство этих стран

руководствуются «стандартным подходом» соглашения «Базель II», ряд не входящих в Г20 стран (например, Бахрейн, Малайзия и Таиланд) также внедрились более сложный подход на базе внутренних рейтингов, позволяющий крупным банкам устанавливать капитальные нормативы на основе самооценки уровня риска. СФС, проанализировав в ноябре 2014 года ход осуществления регулятивных реформ, пришел к выводу, что все входящие в СФС крупные развивающиеся страны уже полностью соблюдают новые правила достаточности капитала «Базель III»<sup>11</sup>. В других развивающихся странах, не входящих в СФС, уровень соблюдения положений «Базель III» довольно низок (BIS, 2015 и 2015)<sup>12</sup>. В таблице 4.1 представлены обобщенные данные об уровне осуществления положений «Базель II» и «Базель III» в развивающихся странах в разбивке по регионам.

Принятие большим числом развивающихся стран требований в отношении достаточности капитала «Базель II» и предпринимаемые ими шаги по соблюдению правил «Базель III» вызывают определенное удивление. В конце концов, осуществление базельских рекомендаций носит добровольный характер, и Базельский комитет не обладает какими-либо формальными наднациональными надзорными полномочиями. Кроме того, многие развивающиеся страны, принимающие базельские стандарты, даже не участвовали в их разработке. В самом деле, базельские рекомендации разрабатывались без учета потребностей развивающихся стран; они создавались для стран, в которых размещаются крупные, многофункциональные, осуществляющие международные операции финансовые учреждения, в интересах гармонизации национальных режимов регулирования (Powell, 2004).

Тем не менее частичное принятие Базельских правил развивающимися странами объясняется целым рядом причин. Базельские принципы с самого начала стали рассматриваться директивными органами в качестве глобального символа подтверждения качества систем банковского надзора стран. Во многих развивающихся странах авторитет регулирующих органов «импортировался» под нажимом официальных и рыночных сил, особенно в случае стран, чьи режимы регулирования

Таблица 4.1

**ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ БАЗЕЛЬСКИХ СТАНДАРТОВ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ  
СТРАНАХ И СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ**

	Число обследованных стран	Базель II		Базель III	
		Требования в отношении достаточности капитала (стандартный подход)	Требования в отношении достаточности капитала (подход на основе внутренних рейтингов)	Доля заемных средств	Коэффициент покрытия ликвидности
		(В процентах)		(В процентах)	
<i>Регион (вся выборка)</i>					
Африка	30	27	10	13	13
Восточная, Южная и Юго-Восточная Азия	17	82	59	47	29
Латинская Америка и Карибский бассейн	21	38	23	14	24
Страны Европы и Азии с переходной экономикой	11	73	9	18	18
Западная Азия	9	100	33	33	33
<i>Регион (исключая членов БКБН)</i>					
Африка	29	23	7	10	10
Восточная, Южная и Юго-Восточная Азия	11	27	13	0	7
Латинская Америка и Карибский бассейн	18	16	7	7	3
Страны Европы и Азии с переходной экономикой	10	23	3	7	3
Западная Азия	7	23	3	3	3

**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе материалов BIS, 2014 и 2015.

**Примечание:** Приведены данные по следующим странам в разбивке по регионам: *Африка:* Ангола, Бенин, Ботсвана, Буркина-Фасо, Гамбия, Гана, Гвинея, Гвинея-Бисау, Демократическая Республика Конго, Египет, Замбия, Зимбабве, Кения, Кот-д'Ивуар, Лесото, Либерия, Мадагаскар, Малави, Мали, Марокко, Мозамбик, Намибия, Нигер, Нигерия, Объединенная Республика Танзания, Сенегал, Того, Тунис, Уганда и **Южная Африка;** *Восточная, Южная и Юго-Восточная Азия:* Бангладеш, Бутан, Вьетнам, **Гонконг (Китай), Индия, Индонезия, Китай,** Китайская провинция Тайвань, Маврикий, Малайзия, Непал, Пакистан, **Республика Корея, Сингапур,** Таиланд, Филиппины и Шри-Ланка; *Латинская Америка и Карибский бассейн:* **Аргентина,** Белиз, Боливия (Многонациональное Государство), **Бразилия,** Гаити, Гайана, Гватемала, Гондурас, Доминиканская Республика, Колумбия, Коста-Рика, **Мексика,** Панама, Парагвай, Перу, Сальвадор, Тринидад и Тобаго, Уругвай, Чили, Эквадор, Ямайка; *страны Европы и Азии с переходной экономикой:* Албания, Армения, Беларусь, Босния и Герцеговина, бывшая югославская Республика Македония, Грузия, Кыргызстан, Республика Молдова, **Российская Федерация,** Сербия и Черногория; и *Западная Азия:* Бахрейн, Иордания, Катар, Кувейт, Ливан, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, **Саудовская Аравия, Турция** (жирным шрифтом выделены страны, являющиеся членами Базельского комитета).

стали объектом внимательного анализа после финансовых кризисов конца 1990-х и начала 2000-х годов (Walter, 2008). К тому же некоторые крупные развивающиеся страны, войдя в G20, подверглись дополнительному давлению сил, побуждавших их к внедрению Базельских правил. Все страны – члены G20, в том числе развивающиеся страны, приняли решение разрешить Программе оценки финансового сектора (ПОФС)13 проводить анализ

состояния отечественного финансового сектора этих стран, включая оценку соблюдения ими базельских рекомендаций, а также признавать коллегиальные обзоры их режимов надзора (Walter, 2015).

Внедрение новых капитальных нормативов «Базель III» крупными развивающимися странами, возможно, не было сопряжено с особыми трудностями, поскольку, как правило,

в банковских системах этих стран уровень капитализации до возникновения глобального кризиса был выше предусмотренного в соглашении «Базель III»<sup>14</sup>. Однако при этом общая картина неоднозначна. Так, например, в Индии государственным

банкам, на которые приходится 62% банковских ссуд в стране, будет трудно выполнить капитальные нормативы «Базель III» в период с настоящего момента по 2019 год (Moody's, 2014). Гораздо больше разброс уровней соблюдения в случае новых требований третьего Базельского соглашения в отношении ликвидности. Одно из обследований, проведенных Советом по финансовой стабильности, показывает, что по степени соблюдения этих требований Аргентина, Бразилия, Индонезия и Мексика отстают от других стран, таких как Китай и Южная Африка (FSB, 2014a). Согласно недавней оценке агентства Фитч (Fitch, 2015), небольшим банкам в Мексике придется приложить немало усилий для соблюдения показателя покрытия ликвидности, и еще больше трудностей у них возникнет, когда регулирующие органы этой страны в конечном счете введут в действие предусмотренные нормативные показатели чистого стабильного фондирования.

Представляется, что развивающиеся страны, не входящие в G20, при выполнении базельских требований сталкиваются с гораздо более серьезными трудностями. Одной из важнейших в их числе является степень сложности Базельских правил, в частности новых правил в рамках соглашения «Базель III», для осуществления которого нужны не только хорошо подготовленные кадры технических специалистов, но и значительные ресурсы (Haldane and Madouros, 2012). Подготовленные по линии ПОФС доклады по странам из различных развивающихся регионов указывают на недостаточный в

целом уровень соблюдения базельских стандартов из-за серьезнейшей нехватки потенциала. В частности, следует отметить общую нехватку и неудовлетворительный уровень подготовки кадров, которым также недостает опыта

для удовлетворительного осуществления регулятивных и надзорных функций. Эти пробелы приобретают еще более острый характер в случае чрезвычайно сложных правил «Базель III».

В связи с осуществлением третьего Базельского соглашения возникает и ряд других существенных опасений. Введение показателя чистого стабильного фондирования (ПЧСФ), который призван уменьшить несовпадение по срокам между активами банков и источниками фондирования, может иметь неблагоприятные последствия для развивающихся стран, поскольку фондирование банков в этих странах происходит главным образом за счет (краткосрочных) депозитов. Само по себе требование в отношении строгого совпадения структур активов и обязательств по срокам может сужать возможности банков для осуществления долгосрочного кредитования. Еще одна проблема связана с созданием контрциклических буферов капитала. В странах, находящихся на ранних стадиях развития финансовой сферы, возможен резкий рост объема кредитов, которые будут приводить в действие буферный механизм даже без накопления системных рисков (Drehmann and Tsatsaronis, 2014).

В более общем плане озабоченность вызывает тот факт, что Базельские правила все больше (правда, без особого успеха) ориентируются на финансовую стабильность в ее узком понимании в ущерб регу-

лированию, нацеленному на решение задач обеспечения экономического роста и справедливости. Опора на весовые коэффициенты риска для целей установления капитальных

---

Базельские стандарты были разработаны для стран, в которых находятся крупные финансовые учреждения, осуществляющие международные операции; потребности развивающихся стран в них не учитываются.

---

---

Несмотря на то, что теперь развивающиеся страны шире представлены на международных форумах, в рамках проводимых реформ, как представляется, игнорируется ряд их проблем.

---

нормативов, будь то с использованием стандартного подхода или же более сложных методов, по всей вероятности, будет приводить к нормированию кредитования секторов, нуждающихся в поддержке в интересах развития. Базельские рекомендации в отношении оценки кредитного риска могут увеличивать потребности в капитале для финансирования МСП (в случае которых, как обычно принято считать, риск выше) и долгосрочных проектов, в то же время удешевляя кредит для крупных фирм, в том числе для международных компаний, которым, как правило, внешние рейтинговые агентства присваивают более высокие рейтинги.

Таким образом, представляется, что, хотя развивающиеся страны теперь шире представлены на международных форумах, в рамках реформ, проводимых после глобального финансового кризиса, похоже, не учитывается ряд их проблем. Преимущественная ориентация на узко определяемые пруденциальные реформы может оказаться не тем средством, которое необходимо для предупреждения будущих кризисов. К тому же, такие реформы весьма сложны и их трудно осуществить во многих развивающихся странах, и на деле их реализация может препятствовать экономическому развитию.

#### 4. Некоторые попытки «оградить» банковские операции

Параллельно с реализацией реформ режима регулирования, координируемых Советом по финансовой стабильности на международном уровне, во многих развитых странах разрабатывались проекты нового национального законодательства для устранения системных рисков в финансовых системах этих стран. Из всех предложений о реформировании, которые были озвучены под воздействием финансового кризиса, наиболее кардинальными являются предложения, в которых содержатся положения об «ограждении» финансовой деятельности и которые выходят

за рамки пруденциального подхода Базельских соглашений.

Согласно основному аргументу в пользу «ограждения» изоляция активов вкладчиков от рискованной банковской деятельности позволила бы ограничить вероятность массового изъятия банковских вкладов в случае неплатежеспособности соответствующего учреждения, вызванной принятием спекулятивных инвестиционных решений в духе «игорного дома». Такое разделение облегчило бы и санацию попавшей в сложное положение банковской группы и понизило бы вероятность или необходимость государственного вмешательства с целью спасения банков, оказавшихся в беде в результате осуществления высокорискованных операций. В качестве исторического прецедента можно сослаться на принятый в Соединенных Штатах закон Гласса-Стигола, которым коммерческим банкам с системой страхования привилегированных вкладов было запрещено осуществлять операции на рынке ценных бумаг, а инвестиционным банкам – принимать вклады. Данная реформа, осуществлявшаяся в рамках провозглашенного в 1933 году «Нового курса», регулировала функционирование финансовой системы Соединенных Штатов на протяжении свыше 65 лет до 1999 года, когда наложенные на банковскую деятельность ограничения были отменены Законом о модернизации финансовых услуг.

После финансового кризиса 2008–2009 годов Соединенные Штаты не стали опять принимать меры по глубокой реорганизации банковского сектора, пойдя по

пути ограничения некоторых видов банковских операций. Принятый в 2010 году закон Додда-Франка о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей предусматривает, в частности, правило Волкера, запрещающее два вида операций. Во-первых, банковским учреждениям, находящимся под юрисдикцией Соединенных Штатов,

не разрешается осуществлять операции с ценными бумагами за счет собственных средств. Другими словами, банки не могут

---

«Ограждение» банковской деятельности позволило бы снизить вероятность массового изъятия вкладов в случае возникновения убытков от спекулятивных инвестиционных решений...

---

покупать или продавать ценные бумаги за собственный счет<sup>15</sup>. Во-вторых, согласно данному правилу банкам запрещено финансировать, приобретать или сохранять доли участия в хеджевых и частных паевых фондах.

В конце 2013 года на основе доклада Комиссии Виккерса в Соединенном Королевстве было введено законодательство о реформе банковского сектора. В отличие от Соединенных Штатов в рамках данной реформы акцент делался не на запрещении осуществления банками рискованных операций, а на «ограждении» депозитных учреждений. По существу было принято решение отделить подразделения банков, занимающиеся оказанием розничных услуг населению, от инвестиционного бизнеса, предусмотрев для них отдельное финансирование. Данная реформа должна была помочь оградить отечественные банки, занимающиеся обслуживанием рядовых потребителей, от внешних финансовых потрясений и при необходимости облегчить санацию пошатнувшихся банков (FSB, 2014b). Рекомендации, вошедшие в доклад Виккерса, разрабатывались с учетом тревожного, по мнению Соединенного Королевства, фактора, заключающегося в том, что международные операции банковского сектора страны во много раз превышают размеры ее внутренней экономики, оцениваемые по величине ВВП. Ограждение имело, в частности, целью защитить банки, ориентированные на внутренний рынок, от любых нежелательных последствий операций, осуществляемых в глобальных масштабах (Wolf, 2014)<sup>16</sup>. Программа «ограждения» распространялась только на крупные финансовые группы с объемом базовых депозитов свыше 25 млрд. долларов.

Европейская комиссия (ЕК) также изучала возможность структурной реформы финансовой системы Европейского союза. Опираясь на рекомендации созданной ею группы экспертов высокого уровня по вопросам структурной реформы банковского сектора (так называемой

Комиссии Лииканена), Европейская комиссия представила проект правил, в котором одно из главных предложений предусматривало введение режима, в рамках которого операциями с ценными бумагами за собственный счет и другими высокорискованными операциями должны заниматься самостоятельные подразделения, юридически отделенные от остальных подразделений банков. Реформа, если она будет проводиться, коснется только банков с активами свыше 30 млрд. евро, причем не только самих принимающих вклады банков, но и их головных компаний и филиалов. Правила, отчасти опирающиеся на рекомендации Комиссии Лииканена, уже введены во Франции и Германии.

Структурные меры, предлагаемые Соединенными Штатами, Соединенным Королевством и Европейским союзом, призваны понизить вероятность несостоятельности банков и возникновения системных последствий посредством уменьшения риска для вкладчиков в связи со взаимосвязанностью

---

...и облегчило бы санацию попавших в сложное положение банковских групп, тем самым понижая вероятность осуществления дорогостоящих правительственных программ по спасению пошатнувшихся компаний.

---

банковских учреждений (Viñals et al., 2013). Одним из возможных вариантов реорганизации финансового сектора является надежное разграничение между банками, принимающими вклады, и банками, занимающимися брокерско-дилерскими операциями. Однако оградительные инициативы – равно как и предложения по повышению минимальных капитальных

нормативов – наталкиваются на мощное сопротивление со стороны банковского лобби. Действительно, ни одно из обсуждавшихся выше оградительных правил еще не введено в действие в полной мере. Сроки введения в действие правила Волкера в Соединенных Штатах переносились несколько раз, и в настоящее время рассматривается возможность дальнейшей отсрочки после 21 июля 2016 года, когда это правило должно вступить в силу по решению регулирующих органов Соединенных Штатов. В Соединенном Королевстве регулирующие органы рассчитывают завершить разработку правил в 2016 году и обеспечить полное их

соблюдение банками к 2019 году, однако при этом ощущается немалое сопротивление со стороны данной отрасли.

По-прежнему неясно, удастся ли с помощью этих мер сдержать дальнейшее расширение крупных банков и облегчить для государственных органов осуществление управления ими или контроля над их деятельностью. Под давлением ряда финансовых субъектов предлагаемые правила становятся гораздо сложнее, чем требуется. Различные изъятия, расплывчатые определения и решения надзорных органов могут ослабить эффект реформ. В Соединенных Штатах предусмотрены существенные изъятия из запрета на осуществление операций с ценными бумагами за собственный счет и других операций на этом рынке. Эти изъятия предусматривают, в частности, возможность осуществления хеджирования в целях снижения риска, операций за свой счет с долговыми инструментами правительства Соединенных Штатов и по поддержанию котировок на организованном рынке. Отсутствие

точного определения операций с ценными бумагами за свой счет дает возможность банкам самим решать, какие операции дозволяются, а какие нет. К тому же, несмотря на реформы, проведенные во Франции и Германии, курс, похоже, взят на сохранение универсальной банковской модели, хотя национальные надзорные органы будут иметь возможность по своему усмотрению отделять некоторые операции от основных банковских подразделений, однако только в тех случаях, когда, по их мнению, под угрозой оказывается платежеспособность финансового учреждения.

Таким образом, будущее покажет, в какой степени различные меры регуляторных и структурных реформ окажутся достаточно эффективным инструментом понижения многопрофильности и взаимосвязанности крупных банков в интересах повышения их надежности, а также позволят ли они устранять стимулы для дальнейшего увеличения этих банков и помогут ли они переломить долгосрочные тенденции в динамике концентрации банковского сектора.

---

## С. Формирование теневой банковской системы

---

### 1. Возникновение и основные черты теневой банковской системы

---

После глобального финансового кризиса 2008–2009 годов крупные банки, исходя из интересов улучшения состояния своих балансов и приспособления к более жесткому режиму регулирования, сократили масштабы своей кредитной деятельности по ряду направлений. В результате в развитых странах наметилась понижательная тенденция в динамике банковского кредитования частного сектора.

Несмотря на это, совокупный объем общемирового долга увеличился за период 2007–2014 годов на 57 трлн. долл., в результате

чего отношение глобального долга к ВВП возросло на 17 процентных пунктов и достигло 286% ВВП (McKinsey, 2015). Объемы заимствований росли главным образом вне пределов традиционной регулируемой банковской системы. В развитых странах после глобального кризиса наблюдается активное расширение небанковских форм финансирования, например в виде корпоративных облигаций и кредитов, предоставляемых небанковскими учреждениями. При этом руководители банков продолжают работу по расчистке своих балансов после трансформации предоставленных кредитов в ценные бумаги с последующей продажей на рынках. Несмотря на сокращение масштабов секьюритизации по сравнению с предкризисным периодом, масштабы этих

операций остаются значительными: в 2014 году в развитых странах в виде ценных бумаг было представлено 32% от общего объема долга домашних хозяйств (которые составляют главным образом ипотеки и ссуды по кредитным картам) против 36% в 2007 году (McKinsey, 2015).

Сдвиг в сфере кредитного посредничества от банковского к небанковскому сектору отражает повышение роли компаний, занимающихся управлением активами (IMF, 2015). В состав предприятий этой отрасли входят институциональные инвесторы, в том числе страховые компании, и инвестиционные фонды, например хеджевые фонды и фонды взаимного страхования, а также компании, занимающиеся забалансовыми операциями, например компании специального назначения, причем все они осуществляют операции по покупке и продаже ценных бумаг и других финансовых активов<sup>17</sup>. Финансирование с использованием рынков капитала включает и механизмы «прямого финансирования», в рамках которых на инвесторов ложится весь кредитный риск, и так называемую теневую банковскую систему. Оба элемента дополняют традиционные банковские учреждения (но и конкурируют с ними) и выступают альтернативными источниками финансирования реального экономического сектора. Вместе с тем теневая банковская система, выполняя те же самые функции, что и традиционный банковский сектор, но без надлежащего регулирования, порождает ряд угроз для финансовой стабильности.

В теневой банковской системе кредитное посредничество менее прозрачно, чем в традиционном банковском секторе. Агенты этой системы принимают вклады (точно так же, как банки) или инвестиционные вложения типов вклада, предоставляют кредиты и осуществляют функции преобразования краткосрочных обязательств в долгосрочные кредиты и изменения уровня ликвидности инструментов,

зачастую используя в интересах повышения прибыльности методы «кредитного плеча». Они конвертируют краткосрочные обязательства, например напоминающие вклады акции паевых инвестиционных фондов денежного рынка (ПИФДР), в широкий ассортимент долгосрочных активов – от государственных ценных бумаг до облигаций, выпускаемых с использованием сложных методов секьюритизации. Финансовые компании, осуществляющие сходные с банковскими посреднические функции, функционируют в условиях менее жесткого режима ограничений в отношении их размеров и показателей доли заемных средств, но при этом им недостает доступа к полноценным гарантиям ликвидности. Это порождает изначальную хрупкость теневой банковской системы.

Хорошо известно, какую роль теневая банковская система сыграла в финансовом кризисе 2008 года, и этот вопрос документально анализировался в предыдущих докладах ЮНКТАД (например, в *ДТР за 2009 и 2011 годы*). G20 и СФС выявили ряд связанных с этой системой проблем, которые усугубляют хрупкость глобальной финансовой системы. Вместе с тем в плане регулирования теневой банковской системы сделано далеко не достаточно. Однозначно необходимы более масштабные реформы.

Теневые банковские операции являются продуктом дерегулирования финансовой системы на протяжении последних четырех десятилетий. Эта рыночная система развивалась главным образом в так называемых англо-саксонских странах и затем распространилась на большинство других стран, включая развивающиеся. В рамках данного процесса крупными участниками операций на глобальных финансовых рынках стали институциональные инвесторы (в том числе страховые компании, пенсионные фонды и паевые инвестиционные фонды), причем по размерам управляемых ими активов они быстро догнали банковскую

---

В сравнении с традиционным банковским сектором в теневой банковской системе кредитное посредничество происходит при более низком уровне прозрачности и регулирования и при более высокой доле привлеченных средств.

---

систему. Затем большинство учреждений стали обращаться к услугам специалистов по управлению активами, которые помогали им осуществлять вложения средств, и этот фактор выступал локомотивом роста фондовых рынков в 1980-е годы и сектора хедж-фондов в 1990-е годы. Прямые инвестиции институциональных инвесторов являлись стабильным и надежным источником финансирования для заемщиков и в то же время создавали для инвесторов возможности иметь диверсифицированные портфели финансовых активов.

Развитие инновационных форм рыночного посредничества позволяло многим управляющим компаниям (например, хедж-фондам) и структурам, выполняющим брокерские и дилерские функции (и нередко относящимся к финансовым конгломератам), расширять инвестиции за счет привлечения заемных средств в рамках финансовой системы и финансирования покупки активов с помощью долговых инструментов. Поскольку значительная доля долговых инструментов, выпускаемых посредниками, приходилась на краткосрочные ценные бумаги, финансовые компании выполняли функцию преобразования краткосрочных долговых инструментов в долгосрочные кредиты. В традиционной банковской системе посреднические операции между вкладчиками и заемщиками происходят в рамках единой структуры. Напротив, процесс кредитного посредничества в теневой банковской системе может предполагать участие не одной компании, а целой сети специализированных финансовых учреждений, через которые происходит передача финансовых средств от кредиторов к инвесторам с использованием широкого арсенала рыночных операций и инструментов кредитования.

Основной механизм функционирования теневой банковской системы легче понять на простом примере. Типичным кредитором в цепочке кредитного посредничества являются домашние хозяйства, которые вкладывают свои наличные накопления в акции ПИФДР, стремясь получить доход, превышающий обычную доходность вклада в коммерческом банке<sup>18</sup>. В качестве кредитора могут выступать и финансовые службы крупных компаний,

стремящиеся вложить имеющиеся наличные средства в другие активы, помимо банковских вкладов, которые в большинстве стран не страхуются на крупные суммы. Конечным заемщиком в теневой банковской системе является любая структура (т.е. государственная или частная корпорация), выпускающая ценные бумаги для финансирования своих расходов или капиталовложений. Им может стать и домашнее хозяйство, если его займы или долги (например, ипотека или долг по кредитной карте) трансформированы в ценные бумаги банками или специализированными финансовыми учреждениями. Таким образом, секьюритизированные долговые обязательства (включая структурированные ценные бумаги) являются одним из ключевых компонентов теневой банковской системы. Наличные ресурсы ПИФДР и компаний вкладываются в краткосрочные долговые ценные бумаги (т.е. коммерческие и государственные векселя или любые долговые обязательства с приближающимся сроком погашения) и в краткосрочные (нередко на один день) соглашения об обратной покупке ценных бумаг (РЕПО). РЕПО являются одной из форм кредитования под обеспечение, поскольку представляется, что они безопаснее незастрахованных банковских депозитов (см. вставку 4.1). В случае инвестиций в государственные или коммерческие краткосрочные векселя риск несовпадения по срокам привлеченных ресурсов и активов невелик, поскольку за счет краткосрочного финансирования осуществляются краткосрочные вложения. Однако ликвидные ресурсы, получаемые благодаря соглашениям РЕПО, нередко в конечном счете используются заемщиком для прямой покупки долгосрочных ценных бумаг или других активов, в результате чего данная система выполняет функцию преобразования краткосрочных активов в долгосрочные кредиты подобно тому, как это делают банки, но гораздо менее прозрачным образом. Так, брокерско-дилерские фирмы могут использовать привлекаемые через РЕПО средства для покупки высококлассных ценных бумаг, которые затем будут использоваться ими в качестве обеспечения совершаемых сделок<sup>19</sup>. Сделками РЕПО и другими видами краткосрочных заимствований в целях осуществления инвестиций за счет привлечения

## Вставка 4.1

## РЕПО: КЛЮЧЕВАЯ СДЕЛКА В ТЕНЕВОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ

В случае соглашения об обратной покупке (или репо) имеет место приобретение средств за счет продажи ценных бумаг с одновременным заключением продавцом договора о последующей покупке этих – или по существу аналогичных – ценных бумаг через определенный срок, зачастую на следующий день. Заемщик выплачивает процент по ставке, согласованной с кредитором, и по-прежнему несет риск, связанный с представленными в виде обеспечения ценными бумагами, и получает доход по ним, и соответственно участвующие в сделке ценные бумаги выполняют только роль обеспечения для кредитора. Таким образом, репо являются формой залогового краткосрочного кредитования. На практике, однако, осязаемая доля задействованных средств остается в форме договоров репо на протяжении относительно длительных периодов времени, поскольку дневные контракты продлеваются. В этом смысле сделки репо являются для заемщика сходным с депозитным источником финансирования. При этом владельцы средств практически могут рассматривать их в качестве депозитов до востребования, поскольку в случае необходимости они могут легко получить наличные средства, не возобновляя или не продляя соглашение репо.

Репо представляют интерес для финансовых служб корпораций и других владельцев крупных сумм денежной наличности, поскольку они позволяют гарантированно получать доход по рыночной ставке до их использования для осуществления платежей. Кроме того, такие сделки могут рассматриваться в качестве более безопасного варианта в сравнении с банковскими депозитами, на которые, если речь идет о крупных суммах, страхование депозитов не распространяется. Наряду с коммерческими бумагами репо являются распространенным инвестиционным продуктом ПИФДР, пайщики которых в конечном счете также являются кредиторами в теневой банковской системе.

Заемщик в сделке репо может использовать наличные средства для финансирования длинной позиции по активу, предоставленному в качестве обеспечения, в размерах и по ценам, отражающим характер предоставленных кредитору ценных бумаг (ISMA, 2015). Кроме того, брокерско-дилерские фирмы зачастую заключают сделки обратного репо в целях заимствования ценных бумаг, с помощью которых будут производиться операции репо; осуществляя одновременно сделки репо и обратного репо, они могут получать прибыль на разнице процентных ставок. Сделки обратного репо также используются дилерами для приобретения ценных бумаг с последующим осуществлением продаж без покрытия на срок.

При осуществлении сделок репо преимуществом для заемщиков, в частности для коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний, является то, что в этом случае они не обязаны создавать резервы с учетом средств, полученных благодаря осуществлению таких сделок. Другим преимуществом являются гибкие правила учета этих сделок, во всяком случае для компаний, осуществляющих операции в Соединенных Штатах в соответствии с общепризнанными принципами бухгалтерского учета (ГААП). Например, некоторые кредиторы предпочитают учитывать права собственности на ценные бумаги, а не титул собственности на договоры репо, исходя из того, что в этом варианте риск меньше и соответственно ниже издержки в форме капитальных нормативов. Заемщики же могут снимать (временно) с баланса активы, проданные в сделках репо, тем самым скрывая действительный уровень привлеченных средств (ISMA, 2015)<sup>b</sup>.

Существенным фактором, способствующим расширению теневых банковских операций, является то, что сделки репо обеспечивают защиту в случае банкротства (Gorton and Metrick, 2009). В Соединенных Штатах на репо не распространяются базовые правила производства по делам о банкротстве, например положения об автоматической приостановке взыскания долгов согласно главе 11 Кодекса Соединенных Штатов о банкротстве. По законам штата Нью-Йорк (основной юрисдикции для заключаемых в Соединенных Штатах сделок репо) сторона договора репо в случае подачи другой стороной заявления о банкротстве вправе в одностороннем порядке исполнить положения о расторжении заключенного соглашения, продав обеспечение для взыскания депозита. При отсутствии такой защиты сторона договора репо выступала бы в

## Вставка 4.1 (продолжение)

качестве должника в деле о банкротстве (Gorton and Metrick, 2009)<sup>c</sup>. В Европе в договорах репо титул собственности на обеспечение переходит от продавца к покупателю в результате прямой продажи. Ввиду этого в крупных финансовых центрах для крупных вкладчиков операции репо могут заменять собой застрахованные вклады до востребования.

Интересной особенностью операций репо является то, что обеспечение, предоставляемое клиентом своему брокеру, последний может использовать в своих целях в качестве обеспечения для незаинтересованной третьей стороны. Таким образом, одно и то же обеспечение может быть задействовано в целом ряде сделок. Так, брокеры могут перезакладывать активы, полученные в качестве обеспечения, например от хедж-фонда, для того чтобы получить доступ к денежным средствам, ссужаемым своим клиентам. Заимствующий денежные средства клиент (хедж-фонд) может использовать возросшие активы для заключения новых сделок репо. Дилер может использовать полученные ценные бумаги для привлечения дополнительных средств, и этот процесс может продолжаться до бесконечности (Singh and Aitken, 2010). Неограниченное привлечение заемных средств на практике имеет свои пределы. Как правило, участники рынка при подсчете покупной цены обеспечения в сделке репо применяют дисконт (процентную скидку). Применение таких скидок равноценно требованию избыточного обеспечения. Такой поправочный коэффициент должен учитывать непредвиденные потери, с которыми может столкнуться сторона операции репо при покупке (или продаже) ценных бумаг в случае несостоятельности другой стороны. Эти скидки ограничивают масштабы привлечения заемных средств. Например, хедж-фонд, финансирующий свои активы с помощью репо (и использующий в качестве обеспечения купленные активы), должен будет осуществлять часть покупок за счет собственных средств. К тому же, бесконечно большой коэффициент вступал бы в противоречие с кредитными ограничениями, устанавливаемыми финансовыми учреждениями для своих контрагентов, и с ограничениями, предусмотренными режимом регулирования.

По данным Международной ассоциации рынков капитала (МАРК), крупные рынки репо функционируют в Европе, Соединенных Штатах, Латинской Америке и в Японии, кроме того быстрыми темпами идет процесс формирования таких рынков (хотя они пока относительно невелики по своим размерам) в Китае и ряде африканских стран. По состоянию на декабрь 2014 года совокупный объем договоров репо на европейском рынке этих операций составлял, по оценкам, 5,5 трлн. евро, однако эта оценка неполна, поскольку в нее включены только наиболее активные участники европейского рынка репо (ISMA, 2015). По сообщению Федерального резервного банка Нью-Йорка, в 2014 году совокупный объем операций репо первичных дилеров (на которых, возможно, приходится до 90% рынка Соединенных Штатов) достигал почти 5 трлн. долларов. По мнению центра МАРК, базирующегося в университете Рединга, несмотря на сокращение глобального рынка операций репо за период с 2007 года, в 2012 году объем операций на этом рынке составлял, возможно, 15 трлн. евро. В работе Gorton and Metrick (2009) для Соединенных Штатов указывается сумма, в три раза превышающая этот уровень.

<sup>a</sup> В случае банков, в зависимости от правил бухгалтерского учета тех юрисдикций, где они базируются, могут действовать нормативные показатели доли заемных средств.

<sup>b</sup> Компании зачастую пользуются лазейками, специфически присущими действующим в Соединенных Штатах ГААП. Для обеспечения того, чтобы в балансах четко указывалось, какие активы проданы в сделках репо, согласно международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) ценные бумаги, предоставленные в качестве обеспечения сделки репо, должны реклассифицироваться с переводом из категории «инвестиции» в категорию «обеспечения» и уравниваться с обязательством в категории «обеспеченные заимствования».

<sup>c</sup> Приведенные в работе Morrison et al. (2014) материалы показывают, что предусмотренные для сделок репо изъятия из обычных процедур Кодекса о банкротстве искажают характер принимаемых финансовыми компаниями решений в отношении структуры капитала, обеспечивая субсидирование краткосрочного финансирования за счет других, более безопасных форм долгового финансирования, и в том числе долгосрочного финансирования. Отдавая предпочтение неустойчивому краткосрочному долгу в ущерб более стабильным долгосрочным долговым обязательствам, финансовые компании (и рынки в целом) с большей вероятностью рискуют столкнуться с проблемой массового изъятия средств в случае потрясений на рынке, например падения цен на жилье, наблюдавшегося в период глобального финансового кризиса.

заемных средств, как правило, занимаются хедж-фонды.

Теневые банковские операции активно расширяются в развивающихся странах, хотя при этом цепочка кредитного посредничества, как правило, проще. При этом, однако, такая деятельность все же может порождать системные риски как непосредственным образом по мере увеличения удельного веса таких операций в совокупной финансовой системе, так и косвенно через механизм взаимосвязи с регулируемой банковской системой (Ghosh et al, 2012).

## **2. Насколько велики масштабы теневых банковских операций?**

В настоящее время вопросы конфигурации теневой банковской системы и совокупных объемов таких операций являются предметом дискуссии. СФС, с 2011 года осуществлявший глобальный проект по мониторингу и оценке масштабов теневых банковских операций, первоначально определял их в качестве «операций по кредитному посредничеству с участием субъектов за рамками регулируемой банковской системы» (FSB, 2014с). По этому определению масштабы данной системы определяются объемом совокупных финансовых активов небанковских финансовых посредников, исключая страховые компании, пенсионные фонды и государственные финансовые учреждения (деятельность которых регулируется). Согласно распространенному мнению это определение является чересчур общим. Оно охватывает операции без привлечения заемных средств, осуществляемые руководителями фондов, управляющими осуществлением вложений от имени своих клиентов, которые непосредственно получают выгоду и несут убытки, и, соответственно, как такового посредничества при этом не существует. С учетом этих замечаний СФС стал представлять данные о более узком показателе, отсекая небанковские финансовые операции, которые непосредственно не связаны с кредитным посредничеством (например, операции инвестиционных фондов, не использующих привлеченные средства) или которые интегрированы в рамки банковских

групп по пруденциальным соображениям (например, секьюритизированные продукты банков и активы универсальных банков, полученные от брокерско-дилерских операций).

МВФ предлагает для оценки размеров теневой банковской системы определять объемы «неосновных» обязательств как банков, так и не банковских финансовых учреждений (IMF, 2014). Под такими обязательствами понимаются все источники финансирования финансовых фирм, не относящиеся к категории банковских депозитов. Согласно этому определению, включающему в себя все формы нетрадиционного финансового посредничества, секьюритизация также является частью теневых банковских операций вне зависимости от того, проводится ли она непосредственно по балансу банка или косвенным образом через специализированный фонд. МВФ также предлагает более узкий показатель теневых банковских операций, куда не включаются межбанковские долги.

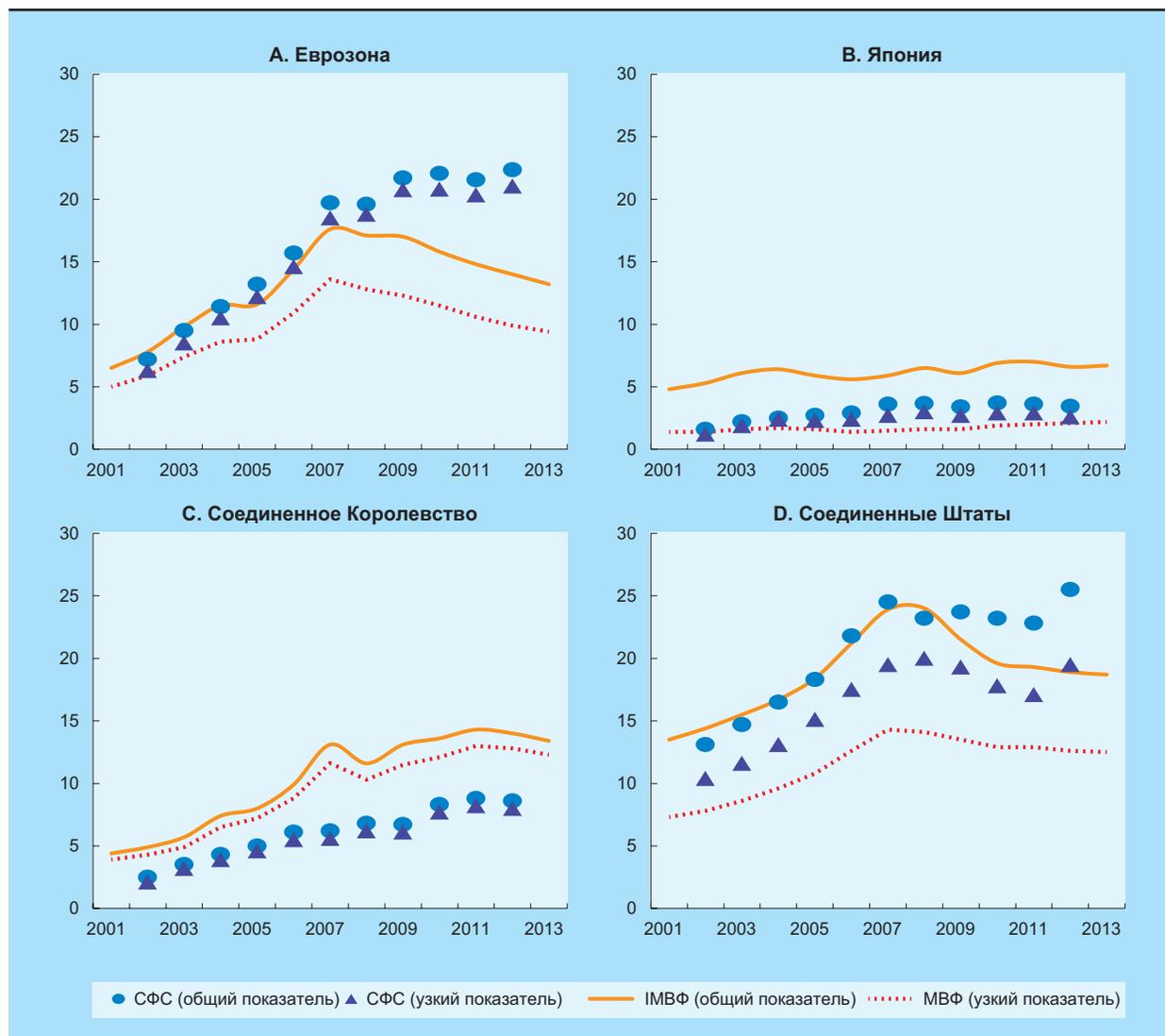
Согласно общему показателю СФС масштабы теневых банковских операций существенно возросли за период с 2002 года, особенно в развитых странах, и в частности продолжали увеличиваться после финансового кризиса. По сумме активов их объем на конец 2013 года оценивался в 75,2 трлн. долл., или в размере около одной четверти от общемирового объема финансового посредничества, с резким увеличением с уровня 67 трлн. долл. в 2011 году и 71 трлн. долл. в 2012 году. Крупнейшие теневые банковские системы расположены в Соединенных Штатах, Еврозоне и Соединенном Королевстве (диаграмма 4.2), однако теневое банковское посредничество расширяется и в нескольких развивающихся странах, например в Китае (см. вставку 4.2).

До 2007 года для других форм теневых банковских операций были характерны примерно те же тенденции роста, однако после кризиса положение изменилось и, судя по показателям МВФ, они оставались на прежнем уровне или сокращались<sup>20</sup>. Как в Соединенных Штатах, так и Еврозоне это объяснялось главным образом вялой активностью компаний, выпускающих ценные бумаги с обеспечением активами и сокращением выпуска долговых обязательств коммерческих банков. Дополнительным

Диаграмма 4.2

ОЦЕНКА МАСШТАБОВ ТЕНЕВЫХ БАНКОВСКИХ ОПЕРАЦИЙ НА  
ОСНОВЕ РАЗЛИЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ, 2001–2013 ГОДЫ

(Трлн. долл.)



Источник: Narutyunyan et al., 2015; и FSB, 2014c.

фактором падения совокупного объема неосновных обязательств стала динамика операций ПИФДР, также сократившихся после кризиса. В противоположность этому оценки СФС указывают на активизацию теневых банковских операций после некоторого падения в 2008 году, которая отражает рост объемов посреднических операций инвестиционных фондов и позитивный эффект оценки после восстановления цен на активы с низких уровней 2008–2009 годов.

### 3. Риски, связанные с теневыми банковскими операциями

Специализация каждого учреждения, являющегося звеном посреднической цепочки в теновой банковской системе, позволяет заемщикам и кредиторам избегать кредитных спредов и других сборов, взимаемых традиционными банками. В этом смысле теневые банковские

## Вставка 4.2

## ТЕНЕВЫЕ БАНКОВСКИЕ ОПЕРАЦИИ В КИТАЕ

В Китае расширение теневой банковской системы является довольно новым явлением, поскольку с момента проведения рыночных реформ конца 1970-х годов банки полностью доминировали в кредитной системе. Совсем недавно, в конце 2008 года, на банковские кредиты приходилось почти 90% всех кредитов, предоставленных в Китае (Elliott et al., 2015; Elliott and Yan, 2013). Реформы финансовой сферы и банковского сектора, проводившиеся в стране в 1990-е и 2000-е годы (Okazaki, 2007; Kruger, 2013), повысили степень сложности используемых финансовых инструментов и в то же время создали больше возможностей, позволяющих избежать контроля в рамках режима регулирования.

Теневые банковские операции в Китае осуществляются через целый ряд структур с использованием пяти основных источников финансирования: продуктов управления частным капиталом, доверенных кредитов, трастовых займов, финансовых компаний и неформальных кредитов. Многие теневые банковские операции специально разработаны для обхода банковского регулирования, и поэтому могут рассматриваться в качестве форм внутреннего регулятивного арбитража (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). Так, например, несмотря на установленные предельные ограничения объемов банковского кредитования и кредитов, предоставляемых потенциально рискованным заемщикам (таким как финансовые фонды органов местного самоуправления, компании-застройщики, угольные шахты и судоверфи), на практике масштабы такого кредитования продолжали возрастать, опираясь на теневую систему предоставления ссуд.

Продукты управления частным капиталом (ПУЧК) обеспечивают доход по результатам базовых активов (от-дельного кредита или пакета кредитов), как правило, превышающий уровень ставок по банковским вкладам, в отношении которых органы денежно-кредитного регулирования вводят предельные ограничения, что создает условия для «скрытой» либерализации процентных ставок (Kruger, 2013). Эти продукты продвигаются на рынке в качестве инструментов с низким риском, и по многим из них предлагается гарантированный доход (IMF, 2014). Под «доверенными» кредитами понимаются межфирменные займы, в случае которых одна компания служит в конечном счете кредитором и проводит кредитный актив по балансу, а банки выступают в качестве посредников и взимают сборы за свои услуги. Средства, полученные в виде «доверенных» кредитов, как правило, используются для приобретения таких активов, как недвижимость и ценные бумаги, и порождают потенциальный риск для финансовой стабильности, генерируя новый цикл кредитования и повышая долю заемных средств. Существуют и другие каналы, через которые нефинансовые компании могут кредитовать друг друга (например, корпоративное дисконтирование банковских акцептов) и которые также могут использоваться для увеличения доли заемных средств (Elliott et al., 2015).

операции могут давать прирост эффективности благодаря специализации при более низких издержках для клиентов и здоровой конкуренции для банков. Высказывается мысль о том, что секьюритизация позволяет мобилизовать неликвидные активы, расширяя таким образом круг потенциальных кредиторов, и что с помощью методов структурированного финансирования можно определять конфигурацию риска и доходности с более оптимальным

учетом потребностей конечных инвесторов (IMF, 2014). Однако виды деятельности, напоминающие банковские операции, в частности с принятием вкладов, порождают особые финансовые риски. В отличие от банков, для которых регулирующие органы вводят капитальные нормативы и другие правила, сделки в теневой банковской системе не регулируются и последней недостает четко оформленных кредитных гарантий государственного сектора или доступа

## Вставка 4.2 (продолжение)

Компании-гаранты, которые первоначально создавались для того, чтобы помочь МСП получить доступ к банковским кредитам, взимают с будущих заемщиков сбор и в обмен за это выступают гарантом перед банком, обязуясь выплатить любые потери в случае неплатежа. Так, компания, предоставляющая кредитные гарантии, страхует для банка рискованный кредит, а заемщик при этом должен заплатить страховую премию. Как и в любой схеме страхования, подобная процедура может оказаться рискованной в случае совпадения рисков по заемщикам. Наконец, еще одной формой посредничества является неформальное кредитование домашних хозяйств и мелких предприятий индивидуальными займодателями (например, ломбардами и ростовщиками на черном рынке).

Разброс независимых оценок масштабов теневого банковского сектора в Китае исключительно велик в пределах от 8–22% ВВП до 70% ВВП в 2013 году (Chandrasekhar and Ghosh, 2015). По данным МВФ (IMF, 2014), совокупный объем внутреннего финансирования через тень банковскую систему возрос к началу 2014 года до уровня 35% ВВП, причем масштабы такого финансирования увеличиваются вдвое быстрее, чем объемы банковского кредитования. По стоимости совокупные активы ПУЧК составляли 25% ВВП, увеличившись с начала 2013 года на 50%, а с начала 2011 года – в три раза. Согласно самым широким определениям теневого банковского сектора Китая в процентах от ВВП по-прежнему гораздо меньше, чем в Соединенных Штатах (150%), Соединенном Королевстве (378%) и многих странах Евразии.

В рамках своих усилий по ограничению рисков, связанных с неформальным финансовым сектором, китайские регулирующие органы в апреле 2015 года ввели страхование банковских вкладов в размере до 500 000 юаней в расчете на одного вкладчика и один банк, которые распространяются на физических лиц и предприятия. Эта мера должна позволить четче разграничить банковские вклады и незащищенные продукты управления частным капиталом, однако по-прежнему сохраняется вероятность активного политического давления, призванного обеспечить вмешательство государства для спасения незащищенных инвесторов в случае несостоятельности подобных схем (EIU, 2015). Представители официальных органов нередко заявляют, что правительство не будет гарантировать тень банковские сделки банков, однако этот вопрос весьма сложен, поскольку банки в Китае принадлежат государству, являющемуся их акционером.

к резервам ликвидности Центрального банка. Ввиду этого проблемы в посреднической цепочке могут стать толчком к системному кризису в масштабах всей финансовой системы.

После кризиса 2008 года подчеркивалось, что по целому ряду своих особенностей тень банковская система чревата весьма серьезными проблемами в плане финансовой стабильности. Одно из главных опасений связано с

качеством некоторых финансовых инструментов, операции с которыми совершаются в рамках данной системы. Зачастую некоторые займы, включенные в пакет продаваемых на рынке ценных бумаг (т.е. ценных бумаг, обеспеченных активами), размещены неудовлетворительно, и эмитенты не отражают соответствующие риски на своих балансах, перенося их на покупателя (Coval et al., 2008)<sup>21</sup>. Как показал кризис 2008 года, модель «создавай и распределяй»

сопряжена с риском безответственного поведения. Имея в виду сохранить кредит на своем балансе, банк, по всей вероятности, будет более внимательно подходить к оценке риска, в то время как секьюритизация может приводить к снижению стандартов кредитования и ухудшению качества кредитов. Особую озабоченность вызывают сложные секьюритизационные структуры (например, обеспеченные долговые обязательства), риски по которым оценить особенно трудно.

Второе соображение, непосредственно связанное с макроэкономической стабильностью, состоит в том, что тeneвая банковская система крайне проциклична. При высоких ценах на активы стоимость обеспечения в сделках репо возрастает, что позволяет повышать долю заемных средств. Ввиду этого тeneвые банковские операции вносят свою лепту в образование спекулятивных пузырей цен на активы (Pozsar et al., 2013), а затем и ситуаций кредитного сжатия, когда финансовый цикл резко обрывается. В периоды финансовых неурядиц некоторые виды используемого при совершении сделок обеспечения могут даже не приниматься.

Помимо этого, третье опасение состоит в том, что тeneвая банковская система особенно подвержена рискам внезапного массового изъятия клиентами средств, которые мобилизовывались не на основе вкладов, а в результате осуществления рыночных операций. В самом деле, паника 2007–2008 годов началась с массового изъятия из банков ценных бумаг, обусловленного изъятием договоров репо (Gorton and Metrick, 2009). Неопределенность реальной стоимости активов, задействованных в качестве обеспечения, вынуждала в массовом порядке выкупать долговые обязательства на рынке репо.

Четвертая проблема связана с эффектом расползания последствий «набегов» на учреждения тeneвой банковской системы в масштабах

остальной части всей финансовой системы. Один из механизмов эффекта расползания действует через цены на активы. В случае «набега» на тeneвую банковскую систему массированные продажи активов могут сказываться на уровне цен на финансовые и реальные активы и непосредственным образом влиять на оценку рыночной стоимости ценных бумаг на балансах традиционных банков. Второй механизм расползания таких последствий связан с тем, что банки также финансируют операции на оптовом денежном рынке, где в ситуации отсутствия ликвидности, порожденной тeneвыми банковскими операциями, банки могут начать быстро сокращать долю заемных средств. Это

в свою очередь может привести к дальнейшему падению цен с образованием порочного круга. Такие последствия выплескиваются и на международный рынок. В конечном счете, поскольку банки и страховые компании предоставляют резервные линии ликвидности структурам тeneвой банковской системы и косвенные гарантии специальным инвестиционным фондам, события, происходящие в тeneвом банковском секторе, могут самым непосредственным образом затрагивать традиционных посредников (Greene and Broomfield, 2014).

#### 4. Недостаточные реформы

Вызывает удивление тот факт, что до сих пор в рамках реформ режима регулирования довольно мало внимания уделяется многим структурам и операциям тeneвого банковского сектора. В самом деле, ранее уже высказывалась мысль о том, что преимущественный акцент на реформировании регулируемого финансового сектора может даже выступать побудительным мотивом для миграции крупных объемов банковских операций в тeneвую банковскую систему (см. также IMF, 2014).

---

Теневые банковские операции могут давать прирост эффективности благодаря специализации при более низких издержках для клиентов и здоровой конкуренции для банков, однако по многим своим свойствам они чреватые серьезными проблемами в плане финансовой стабильности.

---

На Сеульском саммите G20 в ноябре 2010 года руководители стран призвали СФС разработать рекомендации по усилению надзора над деятельностью теневой банковской системы и ее регулирования<sup>22</sup>. Ввиду этого СФС разработал рамочные правила проведения ежегодного мониторинга для выявления структур и операций в сфере кредитного посредничества и оценки глобальных тенденций и рисков, порождаемых теневой банковской системой<sup>23</sup>. Рекомендации СФС по улучшению инфраструктуры рынка и повышению степени стойкости учреждений рассматриваются в настоящее время национальными органами. В них анализируется ряд выявленных проблем, и в том числе широкая опора некоторых посредников на краткосрочное оптовое фондирование, снижение стандартов кредитования в результате использования некоторых секьюритизированных активов и структурированных инструментов и общая недостаточная прозрачность, из-за которой трудно проследить за накоплением объемов привлеченных средств и проблем с несовпадением сроков обязательств, а также определить, на кого же в конечном счете ложатся связанные с этим риски.

Предлагаемые реформы охватывают четыре (рассмотренные ниже) области, и в ряде стран новые правила уже приняты.

- i) В целях снижения рискованности взаимодействия банков со структурами теневой банковской системы разработаны рекомендации о введении взвешенных по риску капитальных нормативов для инвестиций банков в акционерные фонды и о создании предлагаемой надзорной структуры для оценки и контроля крупных позиций банков, в том числе в теневом банковском секторе. Страны – члены Базельского комитета договорились полностью ввести в действие предложенные рамочные правила к 2019 году.
- ii) В целях ограничения масштабов массового внезапного выкупа обязательств предлагаются следующие меры: ограничить использование показателя постоянной

чистой стоимости активов, с тем чтобы цены на акции таких фондов могли колебаться сообразно изменению рыночной стоимости активов фондов, ввести буферные резервы капитала, предусмотреть ограничения порядка выкупа, ввести требования к портфелям ценных бумаг по ликвидности и срокам погашения и предусмотреть проведение стресс-тестирования<sup>24</sup>.

- iii) В целях повышения прозрачности секьюритизации рекомендуется предусматривать для структур, являющихся спонсорами при выпуске ценных бумаг, требования о сохранении риска и обязывать банки и других финансовых спонсоров секьюритизационных сделок оставлять часть кредитов на своих балансах. Последнее правило было утверждено в Соединенных Штатах в 2014 году.
  - iv) В отношении соглашений репо СФС в октябре 2014 года опубликовал рамочные правила регулирования финансовых сделок с использованием ценных бумаг в целях ограничения чрезмерных размеров привлечения заемных средств, а также позиций с несовпадением по срокам и уровню ликвидности. Они включают минимальные стандарты качества методологий, применяемых участниками рынка, которые представляют финансирование с использованием ценных бумаг, для подсчета скидок с полученного обеспечения, и предусматривают числовые предельные уровни скидок, которые будут распространяться на сделки репо, не проходящие через процедуры централизованного клиринга, где финансирование под иное, помимо государственных ценных бумаг, обеспечение предоставляется другим, помимо банков и брокерско-дилерских фирм, структурам.
- В СФС проводится дополнительная работа по другим субъектам теневой банковской системы в целях составления перечня структур, которые можно охватить, фиксации существующих режимов регулирования и надзора, выявления пробелов в этих режимах и в необходимых случаях предложения дополнительных пруденциальных мер в отношении этих структур.

Эти предложения о проведении реформы режима регулирования призваны преобразовать теневой банковский сектор в устойчивую рыночную систему финансирования. Однако, как представляется, предлагаемых мер, хотя они и позволяют решить проблемы отдельных рисков, недостаточно для устранения системных рисков, изначально присущих всей системе. Одна из главных проблем при проведении реформы режима регулирования теневой банковской системы состоит в том, как обеспечить надлежащий надзор и свести к минимуму риски для финансовой стабильности, не перекрыв при этом каналы устойчивого небанковского финансирования, которые не порождают серьезных рисков, в частности в тех случаях, когда теневые банковские операции заполняют существующие пробелы.

В случае секьюритизации требования о сохранении на балансе резервов капитала в размере не менее 5% представляются произвольными и недостаточными по размеру; инвесторы по-прежнему могут путать ПИФДР с вкладами, они же подвержены и паническим настроениям. В случае соглашений репо предлагаемые скидки распространяются только на двусторонние сделки, оставляя открытыми возможность осуществления крупных операций по перезакладыванию ценных бумаг (и привлечения заемных средств) на рынках с централизованным клирингом. СФС даже отказался от положения о минимальных скидках по договорам репо с государственными облигациями, которые первоначально предлагались им в целях удорожания операций по привлечению заемных средств с использованием договоров репо (FSB, 2012). Кроме того, осуществляемый Советом по финансовой стабильности мониторинг не дает полного охвата, поскольку не хватает данных из офшорных финансовых центров.

Меры, которые позволили бы существенно уменьшить размеры «кредитного плеча» в теневой банковской системе, например распространение налога на финансовые сделки (НФС) на операции репо, не включены в программу реформ, разработанных СФС, и встречают активное сопротивление со стороны большинства участников рынка (в том числе со стороны центральных банков)<sup>25</sup>. Предлагаются другие масштабные реформы, которые в большей степени согласуются с рыночным подходом, но они не рассматриваются надлежащим образом. Например, Гортон и Метрик (Gorton and Metrick, 2009) предлагают принципы регулирования теневых банковских структур, исходя из того, что под общий режим регулирования должны подпадать любые банковские операции. Руководствуясь этими соображениями, регулирующие органы должны были бы жестко определять виды обеспечения, которые могут использоваться в сделках репо, и минимальный размер скидок (для ограничения доли заемных средств и сокращения масштабов перезакладывания). При этом могут по-прежнему разрешаться полностью нерегулируемые сделки репо, но директивные органы должны однозначно предусмотреть, что на покупателя договора репо не будет распространяться особый режим защиты в случае банкротства.

Таким образом, несмотря на некоторые шаги по ужесточению правил осуществления отдельных видов деятельности, теневая банковская система по-прежнему в значительной мере не регулируется, что, вероятно, объясняется стремлением избежать последствий для цен на финансовые услуги и прибыльности финансовых учреждений. Другими словами, системные риски, обусловленные самой природой теневых банковских операций, могут по-прежнему ставить под угрозу стабильность глобальной финансовой системы.

---

## Д. Другие важные вопросы в области финансового регулирования

---

Глобальный финансовый кризис породил беспрецедентные опасения по поводу управления финансовыми учреждениями и непрозрачности информации на финансовых рынках. Можно долго перечислять искаженные стимулы, в которых коренится сам кризис, однако в числе первых в этом перечне следует назвать роль кредитных рейтингов при регулировании оценки риска (этот вопрос обсуждается ниже) и, что особенно важно для развивающихся стран, отсутствие международных правил макропруденциального регулирования для целей обуздания спекулятивных потоков международного капитала. В этой связи иностранные банки, имеющие отделения и филиалы в развивающихся странах, выступают важными каналами передачи влияния глобальных финансовых потрясений на экономику этих стран и в силу этого порождают особые проблемы в области регулирования.

### 1. Рейтинговые агентства: одного кодекса поведения недостаточно

---

Агентства, устанавливающие кредитные рейтинги (АКР), являются одной из основополагающих институциональных структур современных финансовых рынков<sup>26</sup>. Устанавливая рейтинг крупных корпоративных заемщиков, государственных и муниципальных облигаций, обеспеченных долговых обязательств и других финансовых инструментов, рейтинговые агентства дают будущим инвесторам представление о кредитоспособности заемщиков. Благодаря рейтингам инвесторы должны получать информацию о том, может ли эмитент облигаций нарушить свои обязательства, а также о том, какие мнения имеются на этот счет. Рейтинговые службы учитывают интересы как держателей облигаций, не являющихся

специалистами (например, рядовых вкладчиков и мелких финансовых компаний), так и специализированных инвесторов (т.е. финансовых посредников, например банков, страховых компаний и пенсионных фондов). Первым они помогают, предоставляя необходимую информацию для анализа кредитоспособности заемщиков, а во втором случае они могут помочь в получении информации о незнакомых облигационных рынках или новых видах кредитной деятельности.

Деятельность рейтинговых агентств, находящая свое выражение в новостных сообщениях о рейтингах, влияет на распределение активов, поскольку рейтинги вносят свою лепту в определение процентной ставки – или цены, – которую заемщик должен уплатить за получение финансирования. Опора на кредитные рейтинги постепенно усиливается по мере развития финансовых рынков и использования рейтингов в правилах, стандартах и инвестиционных рекомендациях как на национальном, так и на международном уровнях, о чем свидетельствуют часто встречающиеся в этих документах ссылки на рейтинги таких агентств. Кредитные рейтинги являются одним из ключевых компонентов оценки риска изменения нормативной базы и могут использоваться для целей определения капитальных нормативов для банковских учреждений. Кроме того, они влияют на характер решений в отношении того, можно ли использовать включенные в рейтинг активы в качестве обеспечения, и определяют базовые критерии стратегий компаний по управлению активами. Система положений о достаточности капитала, предусмотренных соглашением «Базель II», позволяет банкам при определении весовых коэффициентов риска своих позиций учитывать внешние кредитные оценки заемщика – или выпущенных им ценных

бумаг. В порядке еще одного примера можно назвать опору многих центральных банков на проводимую рейтинговыми агентствами оценку финансовых инструментов, которые они принимают для осуществления операций на открытом рынке как в качестве обеспечения, так и для непосредственной покупки.

Вместе с тем в настоящее время признается, что широкое использование оценок рейтинговых агентств ставит под угрозу финансовую стабильность и является одним из источников системного риска.

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов заставил вспомнить о ряде серьезных проблем в секторе агентств, занимающихся установлением кредитных рейтингов. Стало ясно, что во многих случаях, например в случае субстандартных обеспеченных долговых обязательств и других ценных бумаг – в том числе государственных, – рейтинги искусственно завышались. Это было связано с моделью функционирования рейтинговых агентств, где заложено серьезное столкновение интересов: по существу услуги рейтинговых агентств оплачиваются эмитентами тех же ценных бумаг, рейтинг которых они устанавливают<sup>27</sup>. Завышенный рейтинг долга и заниженный риск дефолта позволяют эмитенту привлекать инвесторов. У инвесторов-покупателей может быть свой интерес соглашаться с завышенными рейтингами, поскольку благодаря этому расширяются их возможности для маневра при принятии инвестиционных решений и сокращается сумма капитальных резервов, которые они должны поддерживать при осуществлении инвестиций. Этим также объясняется приобретение институциональными покупателями ценных бумаг по завышенным ценам (Calomiris, 2009).

Имеющиеся материалы, например документ IMF (2010), наглядно показывают, что чрезмерная опора на оценки структурированных финансовых продуктов рейтинговыми

агентствами выступала существенным фактором кризиса субстандартного ипотечного кредитования 2007–2008 годов. Однако эта проблема обсуждалась гораздо раньше возникновения глобального кризиса 2008 года, когда рейтинговые агентства явно показали себя не с лучшей стороны при оценке риска субстандартных долговых обязательств. Острой критике они подвергались и в связи с азиатским финансовым кризисом 1997 года и лопнувшим в 2001 году спекулятивным пузырем интернет-компаний, когда они медлили в преддверии этих кризисов, а затем резко обрушивали рейтинги должников.

Понижение рейтингов служит сигналом к массовой распродаже ценных бумаг, поскольку участники рынка приспосабливаются к действующим правилам

регулирования и проводимой инвестиционной политике («пороговые эффекты»). Высокая волатильность на европейском рынке государственных долговых обязательств в 2011 году после серии понижений рейтингов служит примером взаимосвязанности между понижением рейтингов и ценами на долговые инструменты. В обратной ситуации повышение рейтингов может способствовать механическому осуществлению покупок активов в «хорошие времена», что в свою очередь может подпитывать образование финансовых спекулятивных пузырей. Еще одна серьезная проблема в связи с рейтинговыми агентствами связана с пороками их процедур кредитных оценок. Дополнительным фактором озабоченности является то, что рейтинги этих агентств, основываясь при определении устойчивости государственного долга на субъективных критериях, а не на фундаментальных экономических показателях, оказывают сильное влияние на рынки, эмитентов ценных бумаг и директивные органы (см. также вставку 4.3).

Ввиду этого чрезмерная опора на рейтинги стала беспокоить международные регулирующие органы. В 2010 году СФС опубликовал «Принципы уменьшения опоры на рейтинги агентств кредитного рейтинга», которые были

---

Оценивая устойчивость государственных долговых обязательств, рейтинговые агентства исходят из идеологических предубеждений, а не фундаментальных экономических показателей.

---

одобрены членами G20. Эти принципы призваны сократить масштабы использования рейтинговых агентств и создать стимулы для совершенствования работы подразделений, занимающихся независимым анализом кредитного риска и обеспечением надлежащей осмотрительности. Страны-участницы обязались представить график и программы специальных мер по внесению изменений в действующее регулирование. Одновременно с этим СФС предложил устранять или заменять ссылки на рейтинги АКР после того, как выявлены и могут безопасно осуществляться альтернативные положения законов и правил.

Регулирующие органы также пытаются разработать кодекс поведения рейтинговых агентств. В докладе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO, 2015) главное внимание уделяется вопросам качества и объективности процедуры присвоения рейтингов, недопущению конфликта интересов, обеспечению прозрачности и своевременности опубликования рейтингов и конфиденциальности информации. Региональные и национальные регулирующие органы вправе принимать более жесткие нормы, регулирующие деятельность АКР. Например, в принятом в Соединенных Штатах законе Додда-Франка делается попытка решить проблемы рейтингов АКР с помощью положений, обязывающих банки более не использовать такие рейтинги при анализе риска для целей определения капитальных нормативов. Согласно недавно принятым в Европейском союзе правилам, требуется шире раскрывать информацию о структурированных финансовых продуктах и о сборах, взимаемых рейтинговыми агентствами со своих клиентов (ЕС, 2013 и 2014). Тем не менее порядок регулирования меняется медленно.

Рейтинговые агентства по-прежнему играют свою роль в финансовом секторе, несмотря на публикацию ими катастрофически неточных рейтингов в преддверии крупных кризисов. С учетом получившей широкое распространение точки зрения, согласно которой концентрация данного сектора в руках трех крупнейших международных рейтинговых агентств создает неконкурентную среду и ввиду этого нужно ограничить их власть,

стали озвучиваться различные предложения о внесении более существенных изменений. ОЭСР подчеркнула, что нужно решать проблему конфликта интересов, что АКР могут делать, например, посредством перехода от модели «платит эмитент» к модели «платит подписчик» (ОЭСР, 2009). Однако, для того чтобы избежать проблем иждивенчества при переходе к этой новой модели, потребовалось бы участие государственного сектора в той или иной форме. Предлагаются и более радикальные меры, например полностью отказаться от использования рейтингов в целях регулирования (Portes, 2008) или преобразовать АКР в государственные учреждения, поскольку они действуют в общественных интересах (Aglietta and Rigot, 2009). Кроме того, банки могут оплачивать услуги государственного органа, назначающего специалистов для определения класса ценных бумаг. Альтернативным образом банки могли бы вернуться к исполнению функции, которая исторически относилась к числу основных видов их деятельности, а именно анализировать кредитоспособность потенциальных заемщиков и экономическую жизнеспособность проектов, которые они намереваются финансировать (Schumpeter, 1939; Brender, 1980).

Необходимо доводить до сведения директивных органов информацию о существующих пороках показателей оценки рисков и разрабатывать концептуальную основу альтернативного подхода. Альтернативные механизмы оценки кредитоспособности должны избегать повторения тех же ошибок, которые привели рейтинговые агентства к занижению риска.

## **2. *Негативные последствия спекулятивных международных потоков капитала***

Еще одним аспектом новых финансовых реформ, который вызывает серьезное беспокойство, является практически полное отсутствие конкретных международных правил, призванных вводить в должные рамки спекулятивные, краткосрочные международные потоки капитала. На протяжении прошедших нескольких

## Вставка 4.3

### ФАКТОРЫ ПОГРЕШНОСТИ В ОЦЕНКАХ СУВЕРЕННОГО ДОЛГА РЕЙТИНГОВЫМИ АГЕНТСТВАМИ

Рейтинги суверенных должников содержат в себе значительный элемент субъективной оценки присущих соответствующей стране факторов, включая экономические перспективы, политический риск и структурные особенности экономики. Рейтинговые агентства не слишком афишируют процедуру весовой оценки каждого фактора, хотя все же они предоставляют информацию о том, какие переменные принимаются во внимание при установлении суверенных рейтингов. В широком смысле экономические переменные призваны определять кредитоспособность экономики посредством оценки внешней позиции страны и ее способности обслуживать свои внешние обязательства, а также оценки масштабов влияния внешних факторов.

Представляется, что оценки рейтинговых агентств базируются на предубежденном отношении к большинству форм государственного вмешательства. Кроме того, в них факторы «негибкости» рынка труда нередко ассоциируются с недостаточным объемом производства, а высокая степень независимости центрального банка – с позитивным влиянием на устойчивость долга (Krugman, 2013).

КОРРЕЛЯЦИЯ СУВЕРЕННЫХ РЕЙТИНГОВ «БОЛЬШОЙ ТРОЙКИ», ЯНВАРЬ 1990 ГОДА – МАРТ 2015 ГОДА			
	«Фитч»	«Мудис»	«Стэндард энд Пурс»
«Фитч»	1	0,955	0,970
«Мудис»		1	0,956
«Стэндард энд Пурс»			1

**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных *Thomson Reuters Eikon*.

**Примечание:** В выборку включены 129 эмитентов. Ниже приводится число наблюдений: «Фитч» в сравнении с «Мудис»: 17 908; «Фитч» в сравнении с «Стэндард энд Пурс»: 18 317; и «Мудис» в сравнении со «Стэндард энд Пурс»: 23 258.

Наблюдается весьма сильная корреляция суверенных рейтингов трех основных рейтинговых агентств (см. таблицу), что, возможно, говорит о чрезвычайно низком уровне конкуренции на рынке рейтинговых агентств. Вместе с тем их рейтинги в значительной степени коррелируют с показателями степени «дружественности» экономических условий для предприятий, независимо от того, как это может сказываться на динамике долга.

Эконометрическая модель, построенная на основе объединенной выборки средних значений публиковавшихся «большой тройкой» суверенных рейтингов 51 развивающейся страны за период 2005–2015 годов, показывает довольно высокий уровень линейного приближения ( $R^2 = 44\%$ ) в случае этих рейтингов и приведенных далее переменных, оценка которых производилась фондом «Наследие»: «свобода рынка труда», «фискальная свобода», «свобода предпринимательства» и «финансо-

вая свобода» (диаграмма 4В.1А). Однако, как представляется, эти переменные едва ли имеют какое-либо отношение к фундаментальным показателям стран, определяющих их способность обслуживать свой суверенный долг.

Так, например, под «финансовой свободой» понимается показатель независимости от государственного контроля и «вмешательства» в дела финансового сектора. Соответственно, имеется в виду, что идеальными для банковской и финансовой деятельности являются условия, в которых имеет место минимальный уровень государственного вмешательства, кредит распределяется на рыночных условиях и правительства не имеют собственных органов финансового регулирования. Кроме того, в подобных условиях банки могут по собственному усмотрению предоставлять кредит, принимать вклады и осуществлять операции в иностранных валютах, а зарубежные финансовые учреждения – свободно функционировать и иметь тот же статус, что и отечественные учреждения. Индекс «свободы рынка труда» является количественным показателем различных аспектов юридических и нормативных рамок национального рынка труда, включая правила, регулирующие вопросы найма, минимальной заработной платы и увольнения работников, выплаты выходных пособий, реальных ограничений, регулирующих порядок найма рабочей силы и продолжительность рабочей недели. «Фискальная свобода» является показателем бремени государственного налогообложения, рассчитываемого на основе сочетаний самых высоких предельных ставок налогов на доходы физических лиц и корпораций и совокупного налогового бремени в процентах от ВВП. Наконец, в случае «свободы предпринимательства» имеются в виду возможности организовать предприятие, обеспечить его функционирование и закрыть его (Heritage Foundation, 2015).

## Вставка 4.3 (продолжение)

В противоположность этому эконометрические оценки показывают гораздо более низкий уровень корреляции ( $R^2 = 16\%$ ), если провести регрессивный анализ оценок рейтинговых учреждений по четырем наиболее актуальным переменным, используемым в обычной макроэкономической литературе для анализа динамики долга (диаграмма 4В.1В). К числу этих переменных относятся следующие: уровень первичного бюджетного профицита, отношение государственного долга к ВВП, темпы экономического роста и сальдо счета текущих операций.

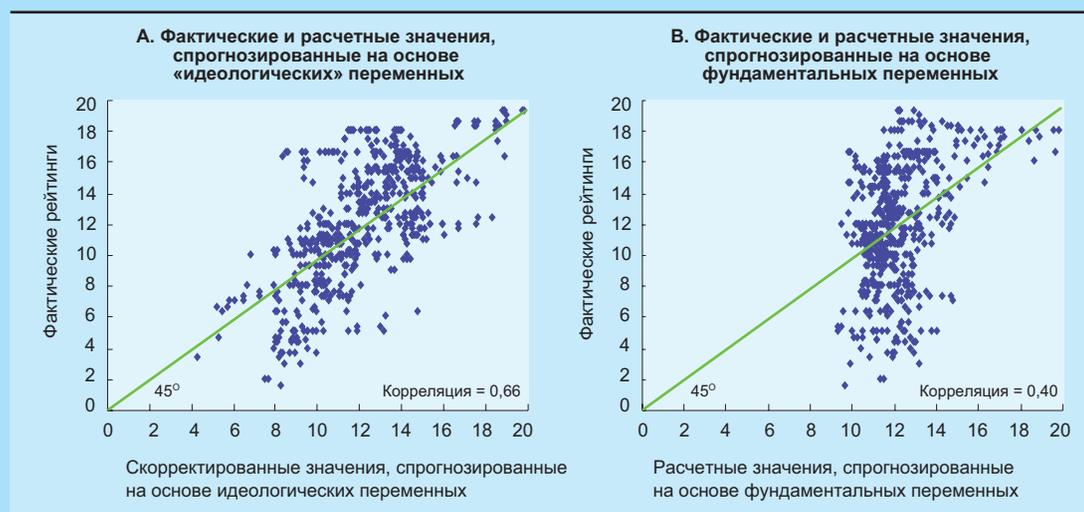
Эти оценки показывают, что суверенные рейтинги, рассчитываемые рейтинговыми учреждениями, в гораздо большей степени базируются не на «фундаментальных» переменных, касающихся устойчивости долга, а на субъективных оценках и предвзятых суждениях (например, о том, что государственное вмешательство приводит к замедлению роста и падению эффективности).

Риск того, что альтернативные подходы к оценке кредитоспособности могут воспроизводить пороки базовых моделей рейтинговых агентств, довольно высок. В самом деле, суждения других рейтинговых агентств, в том числе китайской компании «Дагон», схожи с оценками «большой тройки»: компаний «Мудис», «Стэндард энд Пурс» и «Фитч» (диаграмма 4В.2). Это свидетельствует либо о том, что другие участники в своих оценках опираются на аналогичные модели, либо о том, что компании «большой тройки» формируют рынок в рейтинговой отрасли. По существу, проблема в данном случае усугубляется тем, что соответствующие подразделения компаний-инвесторов, занимающиеся внутренней оценкой кредитных рисков, также присваивают рейтинги, которым присущи те же пороки.

Диаграмма 4В.1

## СУВЕРЕННЫЕ РЕЙТИНГИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН. ФАКТИЧЕСКИЕ И РАСЧЕТНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ, 2005–2015 ГОДЫ

(Средние значения рейтингов, присвоенных компаниями «большой тройки»)



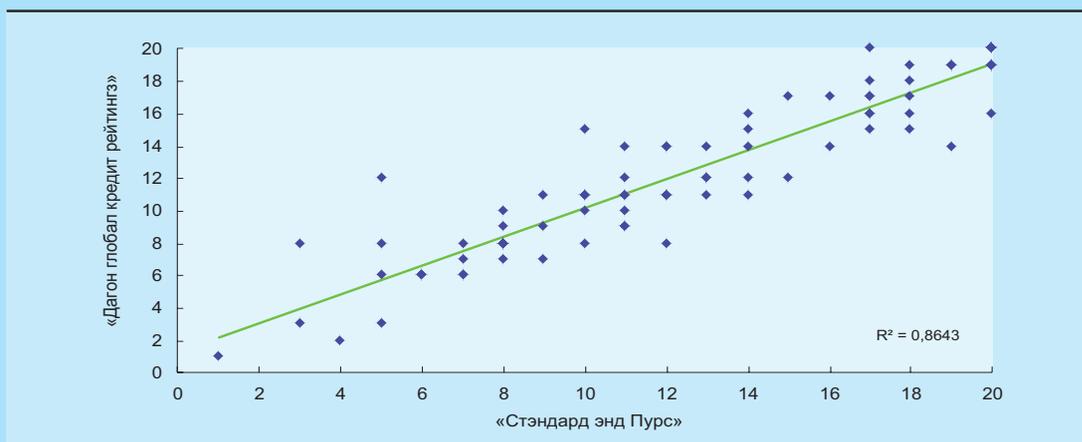
**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе баз данных *Bloomberg* и *Heritage Foundation*; и IMF, *World Economic Outlook*, 2015.

**Примечание:** Охвачены страны, по которым имелись данные всех отобранных рейтинговых агентств. Рейтинги стран конвертировались в цифровую последовательность от 0 (дефолт) до 20 (высший рейтинг). На диаграмме А расчетные значения соответствуют наилучшему возможному прогнозу среднего значения рейтинга на основе линейной регрессии по четырем переменным, заложенным в рассчитываемом Фондом «Наследие» индексе экономической свободы: «свободы рынка труда», «фискальной свободы», «свободы предпринимательства» и «финансовой свободы». На диаграмме В расчетные значения указывают наилучший возможный прогноз среднего рейтинга на основе линейной регрессии по четырем макроэкономическим переменным: первичному профициту бюджета, показателю отношения государственного долга к ВВП, сальдо счета текущих операций и темпам роста ВВП.

## Вставка 4.3 (продолжение)

Диаграмма 4В.2

## КОРРЕЛЯЦИЯ РЕЙТИНГОВ СТРАН, ПРИСВОЕННЫХ ВКЛЮЧЕННЫМИ В ВЫБОРКУ РЕЙТИНГОВЫМИ АГЕНТСТВАМИ



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных «Стандарт энд Пурс» и «Дагон».

**Примечание:** Рейтинги стран конвертированы в цифровую последовательность от 0 (дефолт) до 20 (высший рейтинг). Охвачены страны, по которым имелись данные обоих рейтинговых агентств. Использованы данные по состоянию на июль 2015 года.

десятилетия многие страны сталкиваются с высокой макроэкономической и финансовой нестабильностью в результате того, что из-за притока капиталов обменные курсы отклоняются от фундаментальных уровней, после чего в результате изменения международных денежно-кредитных условий начинается отток капитала (*ДТР за 2009 и 2011 годы*). Ряд предложений, которые, возможно, позволили бы решить эту проблему, например предложение о заключении международного соглашения для налогообложения международных валютных операций, обсуждаются на директивном уровне, но пока практически не получают политической поддержки со стороны развитых стран.

Риски, связанные с международными потоками капитала, являются предметом беспокойства не только для развитых стран, но и для крупных развивающихся стран, рассматриваемых в качестве формирующихся рынков. Все чаще многим странам со средним и низким уровнями доходов, которые относятся

к категории «пограничных рынков», возможно, также приходится сталкиваться с проблемой нестабильности потоков капитала. Эти страны все шире опираются на международные рынки капитала для мобилизации средств, что стало возможным благодаря низким международным процентным ставкам и возросшей готовности инвесторов идти на риск, и соответственно становятся уязвимыми в случае внезапного изменения вектора потоков иностранного капитала. Именно такие развороты тенденций служили толчком к ряду финансовых кризисов в крупных развивающихся странах в конце 90-х годов прошлого века.

Помочь снизить такие риски могут инструменты управления операциями по счету движения капиталов для регулирования объемов и структуры потоков иностранного капитала. В числе других стран Бразилия, Индонезия и Республика Корея с разумной степенью успеха применяют меры по сокращению избыточного притока капиталов. К тому же не все развивающиеся страны приветствуют

быструю международную финансовую интеграцию. Некоторые из них пытаются повысить степень своей интеграции в глобальную финансовую систему, положительно относятся к появлению иностранных банков и начинают выпускать коммерческие ценные бумаги на внешнем рынке, другие же предпочитают откладывать такую интеграцию на будущее. Так, например, Эфиопия не прибегает к использованию легкодоступных источников иностранного капитала и ввела ограничения на операции по счету движения капиталов в своем платежном балансе. Иностранному банку не разрешается осуществлять операции в этой стране. Эта стратегия не препятствует развитию отечественной финансовой системы в интересах удовлетворения потребностей реальной экономики, поскольку при этом наряду с привлечением в значительных масштабах средств частных национальных банков реализуется стратегия долговременного кредитования по линии своего банка развития (Alemu, 2014). В результате финансовая система страны способна направлять средства в приоритетные секторы, включая обрабатывающую промышленность и инфраструктуру.

### 3. Присутствие иностранных банков в развивающихся странах

С обсуждающейся тематикой связан вопрос расширения коммерческого присутствия иностранных банков в развивающихся странах. Эта тенденция зародилась в конце 90-х годов прошлого века и полным ходом развивалась в новом тысячелетии, до того как разразился глобальный финансовый кризис. Первоначально, в 1990-е годы, важным фактором расширения присутствия иностранных банков в развивающихся странах выступала приватизация государственных банков. Затем на первый план стали выходить совместные предприятия с участием местных частных банков и собственные филиалы.

Согласно одной из недавних оценок, в настоящее время на долю иностранных банков в странах ОЭСР приходится в среднем 24% от общего числа банков и порядка 40% – в развивающихся странах (Claessens and van Horen, 2014).

За период 1995–2009 годов доля иностранных банков в общем числе банков в таких странах удвоилась, причем подавляющее большинство из них составляют банки из развитых стран (Buch et al., 2014). Кроме того, по сравнению с крупными развивающимися странами этот показатель, как правило, выше в бедных и небольших странах и порой достигает 100%. В крупных разви-

вающихся странах масштабы присутствия иностранных банков различаются довольно сильно. Быстрее всего на протяжении прошедших двух десятилетий увеличивались масштабы присутствия иностранных банков в Республике Корея, где до ее вступления в ОЭСР в 1996 году иностранных банков не было вообще, хотя их доля в общем числе банков страны по-прежнему ниже среднего уровня по другим крупным развивающимся странам. В Индии, Китае и Южной Африке показатели присутствия иностранных банков также ниже, чем в других развивающихся странах, как по числу банков, так и по их доле в совокупном объеме банковских активов.

Помимо создания совместных предприятий с участием местных партнеров, иностранные банки выходят на рынки принимающих стран, создавая отделения или полноценные филиалы, причем первый вариант чаще встречается в странах Азии и Африки, а второй – в Латинской Америке. Иностранные отделения создаются в форме неинкорпорированных банков или банковских бюро в зарубежных странах. Они непосредственно входят в структуру головного банка и не являются самостоятельными юридическими лицами с собственными счетами и капиталом. Они не вправе приобретать обязательства и собственные активы за свой счет; обязательства таких отделений представляют собой реальные требования к головному банку. Они предоставляют кредиты на внутреннем

---

Финансовые реформы не предусматривают конкретных международных норм регулирования, призванных ввести в должные рамки спекулятивные трансграничные потоки капитала.

---

рынке, которые финансируются на глобальном уровне. В противоположность этому иностранные филиалы являются самостоятельными юридическими лицами, создаваемыми в соответствии с законодательством принимающей страны. Их счета и капитал отделены от головной компании, и они обладают финансовой независимостью. Они обязаны соблюдать действующий в принимающей стране режим регулирования и надзора, и на них распространяются существующие в принимающей стране программы страхования депозитов.

О плюсах и минусах присутствия иностранных банков в развивающихся странах написано немало. С одной стороны, высказывается мысль о том, что приход иностранных банков позволяет повышать эффективность и конкурентоспособность, снижать издержки посредничества и генерировать дополнительный позитивный эффект для местных банков в развивающихся странах, а также усиливать их стойкость к воздействию внешних финансовых потрясений.

Однако присутствие иностранных банков может оборачиваться и проблемами. Например, иностранные банки нередко перетягивают самых лучших кредиторов и вкладчиков, оставляя мелким банкам обслуживание более мелких и незначительных клиентов, в частности МСП. Кроме того, иностранные банки, как правило, активнее занимаются выгодными операциями, при осуществлении которых у них имеются конкурентные преимущества, в первую очередь в сфере финансирования торговли, где они обладают ценовым преимуществом над местными банками, имея возможность подтверждать аккредитивы через свои головные конторы; к тому же их возможности в сфере международных финансовых посреднических услуг, а не в сфере посредничества на внутреннем рынке, нередко привлекают лучших клиентов, которым нужны такие услуги. Кроме того, им легче пользоваться возможностями регуляторного арбитража, перенося операции из страны базирования в принимающую страну

и обратно. Иностранные банки могут без труда избегать издержек накопления установленных по закону резервов, перенося крупные вклады на оффшорные счета, что позволяет им предлагать более высокие процентные ставки. Местные банки, которым труднее избегать таких расходов, могут оказаться в невыгодной конкурентной ситуации.

Кроме того, в сравнении с местными банками иностранным банкам гораздо легче

выступать посредниками между международными финансовыми рынками и отечественными заемщиками, финансируя местные кредитные операции из-за границы, в том числе через свои головные банки. В период наблюдавшегося в последнее время резкого увеличения притока капитала в развивающиеся страны иностранные банки широко

осуществляли посреднические операции по типу «керри-трид», пользуясь большой разницей в процентных ставках между странами, осуществляющими эмиссию резервных валют, и развивающимися странами, а также повышением обменных курсов в последних, о чем говорится в главах II и III.

После глобального финансового кризиса все чаще признается, что широкое присутствие иностранных банков в развивающихся странах может влечь определенные последствия в плане финансовой стабильности (Fiechter et al., 2011). В самом деле, в силу своих тесных международных связей иностранные банки в таких странах выступают каналами передачи стимулирующих и тормозящих импульсов, генерируемых в рамках глобальных финансовых циклов, особенно в условиях усиливающейся либерализации международных финансовых потоков. Таким образом, при наличии благоприятных условий с точки зрения глобальной ликвидности и готовности идти на риск иностранные банки могут способствовать накоплению чрезмерных объемов кредитования; при ухудшении же глобальных финансовых условий эти банки могут усиливать дестабилизирующее и дефляционное

Иностранные банки в развивающихся странах выступают каналом передачи стимулирующих и тормозящих импульсов, генерируемых в рамках глобальных финансовых циклов.

воздействие на принимающие страны, перенося ситуацию сжатия кредита из стран базирования в принимающие страны, а не изолируя рынки отечественного кредита от международных финансовых потрясений. Переход международных банков от трансграничного к местному кредитованию означает, что в напряженной ситуации в стране базирования процесс снижения доли заемных средств головными банками может вылиться в сокращение кредита в принимающих странах.

Это происходило в странах Азии в период кризиса в еврозоне, когда кредиты, предоставленные местными филиалами и отделениями, составляли значительную часть общего объема требований европейских банков (Aiyar and Jain-Chandra, 2012; He and McCauley, 2013). Ряд других исследователей также приходят к выводу о том, что в период глобального кризиса иностранные банки сокращают объемы кредитования в большей степени, чем банки, принадлежащие отечественным владельцам (Claessens and van Horen, 2014; Chen and Wu, 2014). Особенно наглядно это проявлялось в тех случаях, когда банки финансировали значительную долю своих кредитных операций за счет привлечения средств из-за границы, а не за счет местных вкладов (Cetorelli and Goldberg, 2011). В 2008 году в самый разгар кризиса объемы кредитов, предоставляемых иностранными банками в Бразилии и Китае, росли медленнее по сравнению с кредитами внутренних банков и «иностраные банки в одной [стране с формирующейся рыночной экономикой]... ушли с межбанковского рынка раньше отечественных банков» (BIS, 2010b). И в период азиатского кризиса 1997 года, и в ходе кризиса в развитых странах в 2008 году иностранные банки медленнее, чем внутренние корректировали объемы кредитования с учетом изменения денежно-кредитной политики принимающих стран, тем самым подрывая ее эффективность (Jeon and Wu, 2013 and 2014).

Недавний опыт дает основания говорить о том, что местные филиалы иностранных международных банков не могут выступать на местных облигационных рынках развивающихся стран в качестве стабилизаторов при резких изменениях процентных ставок. В период краха рынка облигаций в 2008 году эти банки не только не увеличивали объемы своих позиций, чтобы нейтрализовать последствия ухода иностранных инвесторов, но и присоединялись к ним, сокращая свои портфели местных государственных облигаций и масштабы операций по формированию рынка (Turner, 2012).

В связи с присутствием иностранных банков возникают и другие проблемы, касающиеся структуры банковской системы. Такие банки могут являться в принимающих странах системообразующими, даже если на эти страны приходится лишь небольшая доля их глобальных операций. В результате возникают трудности регулирования у надзорных органов принимающих стран, особенно при недостаточной координации деятельности стран базирования и принимающих стран по контролю над операциями транснациональных банков. Особенно серьезный характер данная проблема приобретает, если надзорным органам принимающих стран приходится решать проблемы санации в случае несостоятельности трансграничных предприятий. Один из вариантов решения этих проблем предусматривает обеспечение эффективного регулирования деятельности иностранных банков надзорными органами принимающих стран. Кроме того, принимающая страна может обязать отделения иностранных банков иметь собственный капитал, что и делается некоторыми странами. Другие варианты (использовавшиеся, например, в Мексике) предполагают введение для иностранных банков более высоких капитальных нормативов или лимитирование трансфертов доходов и купленных активов в головные банки (FSB, 2014b).

---

## Е. Организация финансирования: необходимость более конструктивной повестки дня

---

Реформы международной финансовой системы, однозначно, не продвинулись настолько далеко, чтобы она могла предупредить шоковые потрясения и приобрести более высокую степень стойкости. Существующая практика регулирования и предлагаемые реформы, как представляется, призваны сохранить – с некоторой доработкой – существующую систему, а не преобразовать ее. Новые банковские правила, которые призваны сделать банки более надежными, по-прежнему опираются на систему взвешивания рисков при подсчете капитальных нормативов и, что еще хуже, в основе их, возможно, по-прежнему лежит убеждение в том, что частные учреждения могут сами – или с использованием оценок рейтинговых агентств – надлежащим образом определять объемы капитала, требующиеся для того, чтобы пережить непредвиденные потери. Кроме того, эти правила не позволяют удовлетворительным образом решать проблемы безответственного поведения, которые приобретают острый характер в случае системообразующих учреждений. Эти учреждения, как и раньше, придется спасать, чтобы не допустить возможного расползания кризиса, и, соответственно, «рыночная дисциплина», лежащая в основе базельских правил, вряд ли сработает. В то же время теневая банковская система по-прежнему практически полностью не подпадает под режим регулирования. Что касается «оградительных» инициатив,

---

Медленное продвижение реформ отчасти обусловлено тем, что введение дополнительных и более жестких норм регулирования систематически наталкивается на противодействие мощных кругов в финансовой отрасли.

---

предпринимаемых в ряде стран, новые правила еще не в полной мере вошли в силу и в любом случае могут оказаться неэффективными, поскольку предусматриваемые ограничения размываются целым рядом изъятий, как, например, это имеет место в случае предусмотренного правилом Волкера запрета на осуществление операций с ценными бумагами от своего имени в Соединенных Штатах.

Отчасти медленное продвижение реформ обусловлено влиянием связанных с финансовой отраслью мощных кругов, которые систематически противятся введению дополнительных и более жестких норм регулирования, а также наличием препятствий идеологического порядка. Точка зрения, согласно которой свободно функционирующий частный сектор найдет оптимальный вариант распределения финансовых ресурсов, по-прежнему имеет множество сторонников в национальных и международных сферах, где определяется курс политики.

Поскольку целый ряд предпринимавшихся в последнее время попыток вернуться к регулированию финансовой сферы не вызвали кардинальных сдвигов в финансовой системе, факторы, способствовавшие возникновению финансовых кризисов, по-прежнему создают постоянную угрозу для стабильности и роста. В основе системы, как и прежде, лежит

взаимодействие «слишком больших, чтобы рухнуть» финансовых учреждений с чрезвычайно нестабильными рынками капитала, для нее по-прежнему характерна высокая доля привлеченных средств и по-прежнему сохраняется необходимость крупных государственных мероприятий по спасению пошатнувшихся компаний в случае кризиса.

Базельских соглашений недостаточно для обеспечения финансовой стабильности, и равным образом они не позволяют обеспечить ориентацию финансовых учреждений на достижение социальных целей и целей развития. Ввиду этого осуществление Базельских правил не должно выступать главной задачей или основным приоритетом в рамках совершенствования финансовой системы развивающихся стран. Одним из главных недостатков структур стимулирования, создаваемых практикой регулирования и дерегулирования в финансовом секторе, является создание однородной среды финансовых учреждений с широким распространением «универсальных банков», которые и обслуживают население, и осуществляют операции на рынке. В ситуации, когда деятельность всех банков, независимо от их целей и структуры собственности, регулируется аналогичным режимом, например Базельскими правилами, которые первоначально разрабатывались для банков, осуществляющих международные операции, у них появляются стимулы, побуждающие избирать сходные модели поведения.

Так, в частности, в прошлом десятилетии банки в массовом порядке прибегали к осуществлению высокорискованных и, в принципе, более прибыльных операций, включая брокерско-дилерские операции и инвестиционные операции по типу хедж-фондов, которыми занимались крупные подразделения собственных операций (Haldane, 2009). В результате многие кооперативные банки и даже государственные банки в конечном счете стали действовать подобно коммерческим банкам, хотя изначально их единственным мотивом должны были

быть соображения не прибыльности, а обеспечения определенного рода финансирования в конкретных условиях.

Эта тенденция к повышению степени однородности банковского сектора ведет к образованию аналогичных портфелей и позиций. В Европе многие банки стали заниматься рискованными операциями, которые практически не связаны с основным направлением их деятельности, и понесли серьезные убытки во время кризиса 2008–2009 годов (Ayadi, 2010). При этом некоторые учреждения, например кооперативные и сберегательные банки в Германии, не следовавшие моделям универсальных банковских операций, устояли во время кризиса и не нуждались в государственных спасательных программах (CEPS, 2010). Крупный кооперативный французский банк «Кредит мютюэль» в 2014 году лучше всех других банков страны выдержал стресс-тест, проведение которого координировалось Европейской службой банковского надзора<sup>28</sup>.

Проблемы, связанные с тенденцией к однородности в одинаковой степени актуальны для всех стран, хотя в случае развивающихся стран при этом возникает ряд дополнительных вопросов. Отсутствие разнообразия оборачивается недостаточно широким диапазоном учреждений, которые могли бы учитывать различные потребности, особенно потребности и интересы мелких производителей и тех, кто в противном случае не получит доступа к официальным источникам финансирования (Ghosh, 2012). Ввиду этого в рамках режима регулирования следует признавать важность наличия различий и осуществлять регулирование деятельности финансовых учреждений с учетом выполняемых ими функций. Таким образом, правила, распространяющиеся на коммерческие или инвестиционные банки, должны отличаться от тех, которые применяются в случае банков развития и сберегательных и кооперативных банков.

---

Для того чтобы уменьшить степень хрупкости и нестабильности финансовой системы и добиться, чтобы она лучше отвечала потребностям реальной экономики и общества, требуется более масштабная программа реформ.

---

Безусловно, для того чтобы финансовая сфера стала менее хрупкой и нестабильной и лучше отвечала потребностям реальной экономики и всего общества, нужна более масштабная программа реформ. Одних усилий, прилагающихся в настоящее время в целях укрепления пруденциального регулирования, будет недостаточно; необходимы и структурные реформы, нацеленные на обеспечение финансовой стабильности и достижение социальных целей и целей развития. В рамках таких реформ следует, в частности, предусматривать положение о четком разделении розничных банковских услуг и инвестиционных банковских операций. Такое «ограждение» не означает, что крупные частные финансовые учреждения не смогут более самостоятельно определять, какими видами деятельности им следует заниматься, но при этом каждое направление деятельности должно организационно выделяться в самостоятельное подразделение с правами юридического лица, функционирование которого должно регулироваться особыми правилами.

В рамках структурных реформ следует также распространить на теньевую банковскую систему режим регулирования, сохранив за ней ее посреднические функции. Паевые инвестиционные фонды денежного рынка (или их варианты) могли бы, как это предлагают Гортон и Метрик (2010), стать «узкими сберегательными банками». Соответственно, структуры, желающие предлагать банковские услуги, включая текущие счета, снятие средств по требованию по номиналу и страхование средств на счетах, должны преобразовываться в специализированные банки с надлежащей организацией системы пруденциального регулирования и надзора. В свою очередь, такие структуры должны иметь доступ к механизмам центрального банка как кредитора последней инстанции. Альтернативным образом, такие фонды могут предлагать клиентам счета с процентами, превышающими процентную ставку по вкладам, но с колебанием стоимости в зависимости от рыночной стоимости портфеля активов и, естественно, без доступа к

---

Теньевые банковские структуры, как и любые другие структуры банковского сектора, должны быть выведены в сферу регулирования.

---

государственным гарантиям. Что касается секьюритизации, то правом покупки ценных бумаг, обеспеченных активами, следует наделить только специальные структуры (по терминологии Гортон и Метрика – «узкие фондирующие банки»), имеющие устав, капитальные нормы и жесткую систему надзора. Другим же учреждениям осуществление таких операций должно быть запрещено. Вместо активов с обеспечением в виде ценных бумаг конечные инвесторы будут покупать обязательства таких «узких» банков. Регулирующие органы должны также устанавливать критерии для портфелей «узких» фондирующих банков и определять минимальные размеры капитала, который должен иметься у таких банков для осуществления операций.

Вместе с тем с помощью одних только «оградительных» мер не удастся обеспечить выделение финансовой системой ресурсов в размерах, достаточных для решения обширных задач развития. Поскольку риски, с которыми сопряжено финансирование развития, выходят за рамки допустимых для коммерческих банков пределов, государство должно задействовать различные инструменты, помогая формированию более диверсифицированной системы (как по характеру входящих в нее учреждений, так и по диапазону ее функций).

Как указывается далее в главе VI, направление финансовых ресурсов на достижение общественно полезных целей требует определенного государственного вмешательства. В частности, в тех случаях, когда для привлечения частного сектора одной прибыльности недостаточно, могут предлагаться государственные стимулы. При этом также необходимо расширить функции центральных банков (*ДТР за 2011 год*). Помимо борьбы с инфляцией, они должны иметь возможность вмешиваться в порядок предоставления кредита и направлять потоки таких средств, как это десятилетиями делалось во многих добившихся успеха промышленно развитых странах Европы, а также в странах Восточной Азии и по-прежнему делается в ряде развивающихся стран (*ДТР за*

2013 год). Как минимум, режим регулирования не должен препятствовать финансированию долгосрочных инвестиций, инноваций и деятельности МСП лишь потому, что они могут показаться более рискованными с узкой, пруденциальной точки зрения. Финансирование этих видов деятельности и ее субъектов крайне важно для обеспечения роста и развития, что в свою очередь способствует повышению общего качества банковских активов, в то время как недостаточные темпы роста выливаются в накопление недействующих активов.

Ввиду этого по своим масштабам цели режима регулирования должны выходить за рамки одного лишь обеспечения стабильности на основе негибких пруденциальных норм;

кроме того, нормы регулирования должны поощрять распространение различных видов финансовых продуктов и организаций, позволяющих учитывать различные потребности реальной экономики (Kregel and Tonveronachi, 2014).

В заключение следует отметить, что для установления более тесной связи между финансовыми системами и реальной экономикой нужна более конструктивная программа реформ. Этот момент решающе важен для обеспечения устойчивого экономического роста и поддержки чаяний всего мира, нашедших отражение в Повестке дня в области развития на период после 2015 года и связанных с ней Целей устойчивого развития. ■

## Примечания

- 1 БКБН создавался как форум для регулярного сотрудничества в вопросах банковского надзора, однако первоначально его членский состав ограничивался рамками представителей центральных банков только 13 стран: Бельгии, Германии, Испании, Италии, Канады, Люксембурга, Нидерландов, Соединенного Королевства, Соединенных Штатов, Франции, Швейцарии, Швеции и Японии. В соответствии с предложением, внесенным G20 в ноябре 2008 года, полные права членства получили представители центральных банков Аргентины, Бразилии, Гонконга (Китай), Индии, Индонезии, Китая, Мексики, Республики Корея, Российской Федерации, Саудовской Аравии, Сингапура, Турции и Южной Африки.
- 2 В числе других важных инициатив, реализация которых координировалась СФС, следует назвать разработку принципов нормальной практики вознаграждения руководящего состава; реформу внебиржевого оборота производных финансовых инструментов, призванную повысить прозрачность регулирования таких сделок; и введение *Глобальной системы идентификации юридических лиц*, которая призвана обеспечить точную идентификацию юридических лиц, совершающих финансовые операции.
- 3 Следует отметить, что в рамках соглашений «Базель I» и «Базель II» делалась попытка создания равных условий для банков, участвующих в осуществлении международных операций, в то время как соглашение «Базель III» призвано повысить степень устойчивости банков при возникновении глобального кризиса.
- 4 Например, до кризиса субстандартных ипотечных кредитов механизм расчета регулятивного капитала на основе взвешенных по риску активов подталкивал к накоплению банками обеспеченных ипотечными закладными структурированных ценных бумаг класса AAA.
- 5 Базельские соглашения предусматривают определенный набор вариантов минимальных капитальных нормативов для целей регулирования кредитного риска: i) стандартный подход, предусматривающий изменение весовых коэффициентов риска на основе оценок, периодически производимых рейтинговыми агентствами; ii) упрощенный стандартный подход примерно по схеме «Базель I» также с установлением фиксированных весовых коэффициентов; iii) подход на базе внутренних рейтингов (IRB), где за основу берутся собственные модели оценки рисков, используемые банками для целей определения капитальных нормативов; и iv) подход IRB

- повышенного уровня (A-IRB), где при определении капитальных нормативов за основу также берутся используемые банками собственные модели оценки рисков, но отличие от подхода IRB состоит в том, что в качестве вводимой переменной используется не вероятность дефолта, а размеры убытков в случае его наступления.
- 6 Эти перекосы подтверждаются исследованиями, проведенными БКБН (BCBS, 2013).
  - 7 Согласно доминировавшей экономической теории при более низких капитальных нормативах снижается стоимость финансовых услуг, и, соответственно, банки могут без всякой опасности вести дела при узкой капитальной базе.
  - 8 В работе Alessandri and Haldane (2009) высказывается мысль о том, что капитал банков должен составлять как минимум 20–30% от совокупного объема их не взвешенных по уровню риска активов.
  - 9 В октябре 2012 года Базельский комитет, признав, что проблемы, связанные с банками, которые «слишком велики, чтобы рухнуть», касаются не только крупных глобальных банков, выпустил свод принципов по вопросам методологии оценки и установления более высокого норматива покрытия убытков для *внутренних системообразующих банков* (В-СОБ).
  - 10 Эти правила планируется принять в 2019 году.
  - 11 Что касается требований в отношении ликвидности, в Индии, Китае, Турции и Южной Африке ожидалось, что окончательные правила вступят в силу с января 2015 года, а в Аргентине, Бразилии, Индонезии и Мексике опубликованы проекты регулирующих положений.
  - 12 Проведенный БМР обзор (BIS, 2014) показывает, что только несколько стран, в частности Беларусь, бывшая югославская Республика Македония, Зимбабве, Катар, Кения, Колумбия, Либерия, Пакистан и Перу, частично включают новые правила в национальный режим регулирования.
  - 13 В случае развивающихся стран и стран с переходной экономикой анализ в рамках ПОФС проводят совместно МВФ и Всемирный банк, а в случае развитых стран – только МВФ.
  - 14 По сообщению Всемирного банка, который совместно с СФС анализирует последствия реформ, показатели достаточности капитала и доли заемных средств в банках ряда развивающихся стран выше предусмотренных в третьем Базельском соглашении (World Bank, 2013).
  - 15 В данном случае, в отличие от операций, осуществляемых по поручению клиентов, имеются в виду операции по продаже или покупке акций, облигаций и других финансовых инструментов за счет собственных средств банка с целью получения прибыли им самим.
  - 16 «Ограждаемые» операции должны с юридической, финансовой и операционной точек зрения осуществляться независимо от остальных подразделений соответствующей финансовой группы (FSB, 2014a: 7).
  - 17 Структура или компания специального назначения (КСН) является юридическим лицом, созданным с конкретной, ограниченной по своим масштабам целью другим субъектом – компанией-спонсором, как правило банком. Одной из основных особенностей КСН является ее «удаленность от банкротства», другими словами, юридически эта структура не может обанкротиться (Gorton and Souleles, 2005). Зачастую КСН базируются в офшорных финансовых центрах для осуществления финансовой деятельности в условиях более благоприятного налогового режима. КСН используют и финансовые учреждения в силу менее ограничительного характера режима регулирования деятельности этих структур. Так, в частности, банки используют КСН для увеличения размеров капитала первого уровня в юрисдикциях офшорных финансовых центров с более низким уровнем налогов. Кроме того, КСН создают и небанковские финансовые учреждения, с тем чтобы воспользоваться более либеральными в сравнении с существующими в странах базирования правилами взаимного погашения требований и обязательств, что позволяет им понизить капитальные нормативы (FSF, 2000).
  - 18 Поскольку паи инвестиционных фондов денежного рынка погашаемы по номиналу, широко распространено (порой ошибочное) мнение, что по своей безопасности они сравнимы с банковскими вкладами.
  - 19 Брокерско-дилерская компания, не имея непосредственно первоклассных активов, необходимых для финансирования с помощью сделок РЕПО, может получить их с помощью операций по кредитованию под залог ценных бумаг (свопа на две ценные бумаги). В рамках этой сделки третья сторона (как правило, институциональный инвестор, например страховая компания или пенсионный фонд) одалживает первоклассные ценные бумаги брокерско-дилерской фирме в целях повышения доходности своего портфеля, получая в качестве обеспечения высокодоходные ценные бумаги. Поскольку эти сделки совершаются одновременно, брокерско-дилерская компания получает финансирование для покупки рискованного актива. При достаточно высокой доходности высокодоходного актива брокерско-дилерская компания сможет уплатить процент по сделке РЕПО и по залоговой операции с ценными бумагами и при этом получить прибыль. Обсуждение вопросов залоговых операций с

- ценными бумагами см. Pozsar and Singh, 2011; и Adrian et al., 2013.
- 20 См. Narutyunyan et al. (2015).
- 21 Толчком к глобальному кризису 2008 года стала именно серия неплатежей по обеспеченным долговым обязательствам, т.е. особого рода структурированным долговым обязательствам на базе субстандартных ипотечных закладных. В случае этих структурированных ценных бумаг конечным инвесторам приходилось списывать даже «старшие» транши, которые считались более безопасными, поскольку по ним в первую очередь должны были поступать потоки денежных средств от конечных заемщиков и главные рейтинговые агентства устанавливали для них рейтинги класса AAA (см. ДТР за 2009 и 2011 годы).
- 22 До получения Советом по финансовой стабильности своего мандата от G20 вопросы теневого банковского сектора были охвачены принятым в Соединенных Штатах в июле 2010 года Законом Додда-Франка. Параллельная работа велась в ЕС, где в 2012 году был опубликован «зеленый документ», а в 2013 году – план действий (ЕС, 2012).
- 23 См. СФС, 2012 и 2014с.
- 24 Так, например, в июле 2014 года Комиссия Соединенных Штатов по ценным бумагам и биржам приняла поправки к правилам, которые регулируют деятельность ПИФДР и должны быть приняты к исполнению к 2016 году. Эти правила предусматривают режим плавающей чистой стоимости активов прайм-фондов с участием институциональных инвесторов. Для фондов с участием только рядовых вкладчиков новые правила предусматривают, в частности, введение сборов с ликвидных средств и введение перерывов в осуществлении операций по выкупу ценных бумаг для регулирования интенсивности процесса массового изъятия ценных бумаг, требования в отношении повышения степени диверсификации, раскрытия информации и стресс-тестирования, а также улучшенную систему представления отчетности.
- 25 Опубликованный в 2011 году проект директивы ЕС по вопросу о введении НФС был в штыки встречен рядом участников рынка, и в конечном счете в 2013 году от него отказались. Финансовые учреждения заявляли, что данная инициатива подрывает конкурентоспособность европейского банковского сектора, повысит уровень финансовой нестабильности вследствие удорожания механизма управления рисками и уменьшит объемы инвестиций в быстро развивающиеся компании (Gabor, 2014).
- 26 Хотя во всем мире существует множество рейтинговых агентств – свыше 70 (IMF, 2010) – доминирующие позиции на глобальном рынке занимает «большая тройка»: «Стендард энд Пурс» и «Мудис», доли рынка каждого из которых оцениваются в 40%, и агентство «Фитч», чья доля рынка составляет, по оценкам, 15% (Schroeter, 2011).
- 27 За исключением ценных бумаг суверенных должников.
- 28 Стресс-тест 2014 года проводился во взаимодействии с Европейским советом по системным рискам, ЕК и Европейским центральным банком, а также компетентными органами всех соответствующих национальных юрисдикций Европейского союза и Норвегии (ЕВА, 2014).

---

## Литература

---

- Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to do about It*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Adrian T, Begalle B, Copeland A and Martin A (2013). Repo and securities lending. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 529, New York.
- Aglietta M and Rigot S (2009). *Crise et Rénovation de la Finance*. Paris, Odile Jacob.
- Aiyar S and Jain-Chandra S (2012). The domestic credit supply response to international bank deleveraging: Is Asia different? Working Paper No. 12/258, IMF, Washington, DC.
- Alemu G (2014). Financial inclusion, regulation and inclusive growth in Ethiopia. Working paper 408, Overseas Development Institute, London.
- Alessandri P and Haldane AG (2009). Banking on the State. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Chicago 12th Annual International Banking Conference, Chicago, 25 September.

- Ayadi R (2010). Diversity in European banking: Why does it matter?, CEPS Commentary, 18 October. Имеется по адресу: <http://www.ceps.eu/ceps/dld/3815/pdf>.
- Barth J, Caprio G and Levine R (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. Cambridge, Cambridge University Press.
- BCBS (2011). Basel II: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2013). Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP): Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2014a). Basel III: The net stable funding ratio. Basel, Bank for International Settlements.
- BCBS (2014b). Guidance for supervisors on market-based indicators of liquidity. Basel, Bank for International Settlements.
- BIS (2010a). Long-term issues in international banking. Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System. CGFS Papers No. 41, Basel.
- BIS (2010b). The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BIS Paper No. 54, Basel.
- BIS (2014). Financial Stability Institute : FSI Survey, Basel II, 2.5 and III Implementation. Имеется по адресу: <http://www.bis.org/fsi/fsiop2014.pdf>.
- BIS (2015). Progress report on adoption of the Basel regulatory framework. Basel.
- Brender A (1980). Analyse cybernétique de l'intermédiation financière. *Cahiers de l'ISMEA*, CM n° 7, Paris.
- Buch CM, Neugebauer K and Schröder C (2014). Changing forces of gravity: How the crisis affected international banking. ZEW Discussion Paper No. 14-006, Centre for European Economic Research, Mannheim. Имеется по адресу: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14006.pdf>.
- Calomiris CW (2009). The debasement of ratings: What's wrong and how we can fix it. New York, NY, Columbia University. Имеется по адресу: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/RatingAgenciesE21.pdf>.
- CEPS (2010). *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*. Brussels, Centre for European Policy Studies.
- Cetorelli N and Goldberg L (2011). Global banks and international shock transmission: Evidence from the crisis. *IMF Economic Review*, 59(1): 41–76.
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). Who's afraid of China's shadow banking? *Business Line*. Имеется по адресу: <http://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/whos-afraid-of-chinas-shadow-banking/article7244825.ece>.
- Chen G and Wu Y (2014). Bank ownership and credit growth in emerging markets during and after the 2008–09 financial crisis: A cross-regional comparison. Working Paper 14/171, IMF, Washington, DC.
- Claessens S and van Horen N (2014). Foreign banks: trends and impact. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46 (1): 295–326. February.
- Coval JD, Jurek JW and Stafford E (2008). The economics of structured finance. Finance Working Paper No. 09-060, Harvard Business School, Cambridge, MA. Имеется по адресу: <http://ssrn.com/abstract=1287363> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363>.
- Drehmann M and Tsatsaronis K (2014). The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: Questions and answers. *BIS Quarterly Review*, March. Basel, Bank for International Settlements.
- EBA (2014). Results of 2014 EU-wide stress test. London, European Banking Authority. Имеется по адресу: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014/results>.
- EC(2012). Green paper: Shadow banking. Brussels. Имеется по адресу: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf).
- EC (2013). Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. Press Release, 18 June, Brussels.
- EC (2014). EU moves to strengthen regulatory control of credit rating agencies. Brussels, 3 October. Имеется по адресу: <http://www.out-law.com/en/articles/2014/october/eu-moves-to-strengthen-regulatory-control-of-credit-rating-agencies/>.
- EIU (2015). Financial Services Report China 2nd Quarter 2015. Economist Intelligence Unit, 8 May.
- Elliott D, Kroeber A and Qiao Y (2015). Shadow banking in China: A primer. The Brookings Institution, Washington, DC.
- Elliott, D and Yan K (2013). The Chinese financial system: An introduction and overview. Monograph Series No. 6, John L. Thornton China Center at the Brookings Institution, Washington, DC.
- Fiechter J, Ötker-Robe İ, Ilyina A, Hsu M, Santos A and Surti J (2011). Subsidiaries or branches: Does one size fit all? Discussion Note SDN 11/4, IMF Washington, DC.
- Fitch (2015). Mexico's smaller banks to be more challenged meeting LCR. Fitch Ratings, New York/Monterrey.
- FSB (2010). *Principles for reducing reliance on CRA ratings*. Имеется по адресу: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1).
- FSB (2012). Global Shadow Banking Monitoring Report. Basel, 18 November.
- FSB (2014a). Overview of progress in the implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. Basel.

- FSB (2014b). Structural banking reforms: Cross-border consistencies and global financial stability implications. Report to G20 leaders for the November 2014 Summit. Basel.
- FSB (2014c). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*. Имеется по адресу: <http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014/>.
- FSF (2000). Report of the Working Group on Offshore Financial Centres. Имеется по адресу: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_0004b.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0004b.pdf?page_moved=1)
- Gabor D (2014). A step too far? The European financial transactions tax and shadow banking. Bristol, University of the West of England.
- Ghosh J (2012). Appreciating diversity: Regulatory reform and banking practices in the developed and developing worlds. *PSL Quarterly Review*, 65(263): 429–436
- Ghosh S, Gonzalez del Mazo I and Ötoker-Robe I (2012). Chasing the shadows: How significant is shadow banking in emerging markets? Economic Premise Number 88, World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network, Washington, DC.
- Gorton G and Souleles N (2005). Special purpose vehicles and securitization. Working Paper Series 11190, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2009). Haircuts. Working Paper Series No. 15273, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gorton G and Metrick A (2010). Regulating the shadow banking system. *Brookings Papers on Economic Activity* No. 2, Brookings Institution, Washington, DC.
- Greene E and Broomfield EL (2014). Dividing (and conquering?) shadows: FSB and US approaches to shadow banking at the dawn of 2014. *Butterworth Journal of International Banking and Financial Law*, 29(2): 111–115.
- Haldane AG (2009). Rethinking the financial network. Speech at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 April. Имеется по адресу: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Haldane AG (2014). Managing global finance as a system. Speech at the Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, Birmingham University. Имеется по адресу: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech772.pdf>.
- Haldane AG and Madouros V (2012). The dog and the frisbee. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th economic policy symposium on The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming, 31 August. Имеется по адресу: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>.
- Harutyunyan A, Massara A, Ugazio G, Amidzic G and Walton R (2015). Shedding light on shadow banking. IMF Working Paper WP/15/1. Washington, DC.
- He D and McCauley RN (2013). Transmitting global liquidity to East Asia: Policy rates, bond yields, currencies and dollar credit. Working Paper 431, BIS, Basel.
- Heritage Foundation (2015). Index of Economic Freedom. Washington, DC. Имеется по адресу: <http://www.heritage.org/index/about>.
- ICMA (2015). Frequently asked questions on repo. Zurich, International Capital Market Association. Имеется по адресу: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/>.
- IMF (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, DC. Имеется по адресу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf>.
- IMF (2014). *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth*. Washington, DC.
- IMF (2015). *Global Financial Stability Report. Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. Washington, DC. Имеется по адресу: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>.
- Ingves S (2014). Implementing the regulatory reform agenda: The pitfall of myopia. Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, 6 November. Имеется по адресу: <http://www.bis.org/speeches/sp141118.htm>.
- IOSCO (2015). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Final report of The Board of the International Organization of Securities Commissions, FRO/2015, London.
- Jeon BM and Wu J (2013). Foreign banks, monetary policy, and crises: Evidence from bank-level panel data in Asia. In: Jeon BM and Olivero MP, eds. *Global Banking, Financial Markets and Crises. International Finance Review*, 14. Bingley, Emerald Group Publishing Limited: 91–113.
- Jeon BM and Wu J (2014). The role of foreign banks in monetary policy transmission: Evidence from Asia during the crisis of 2008–9. Working Paper 01/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong. Имеется по адресу: [http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01\\_2014-final-.pdf](http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01_2014-final-.pdf).
- Kregel J and Tonveronachi M (2014). Fundamental principles of financial regulation and supervision. Working Paper Series No. 29, Financialisation, economy, society and sustainable development (FESSUD), University of Leeds, Leeds.
- Kruger M (2013). Reform and risk in the Chinese financial system. China Institute Occasional Paper Series Issue No. 2. Имеется по адресу: <http://www.china.ualberta.ca/Research%20>

- and%20Publications/~-/media/China%20Institute/ Documents/Publication/Occasional%20Paper/ ChinaInstituteOccasionalPaper2-MarKruger.pdf.
- Krugman P (2013). Ideological ratings. *New York Times*, 8 November 2013. Имеется по адресу: [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?_r=0).
- McKinsey (2015). Debt and (Not Much) deleveraging. McKinsey Global Institute.
- Moody's (2014). Indian public-sector banks will require more capital for Basel III compliance. *Global Credit Research*, 22 September.
- Moosa I and Burns K (2013). The Basel III controversy: A critical assessment of the views of Australian regulators. *JASSA The Finsia Journal of Applied Finance*, 2: 26–29.
- Morrison ER, Roe MJ, Sontchi HCS (2014). Rolling back the repo safe harbors. *The Business Lawyer*, 69(4): 1015–1048.
- OECD (2009). *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. Paris.
- Okazaki K (2007). Banking system reform in China: The challenges of moving toward a market-oriented economy. Occasional paper, Rand Corporation. Имеется по адресу: [http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional\\_papers/2007/RAND\\_OP194.pdf](http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional_papers/2007/RAND_OP194.pdf).
- Portes R (2008). Rating agency reform. Working paper, London Business School and CEPR, London. Имеется по адресу: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>.
- Powell A (2004). Basel II and developing countries: Sailing through the sea of standards, Policy Research Working Paper Series 3387, World Bank, Washington, DC.
- Pozsar Z and Singh M (2011). The nonbank-bank nexus and the shadow banking system. Working Paper 11/289, IMF, Washington, DC.
- Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A and Boesky H (2013). Shadow banking. *Economic Policy Review*, 19(2). Federal Reserve Bank of New York, NY.
- Schroeter UG (2011). Credit ratings and credit rating agencies, In: Caprio G, ed, *Encyclopedia of Financial Globalization*, Elsevier.
- Schumpeter JA (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, Toronto and London, McGraw-Hill.
- Singh M and Aitken J (2010). The (sizable) role of rehypothecation in the shadow banking system. Working Paper 10/172, IMF, Washington, DC.
- Slovik P (2012). Systemically important banks and capital regulation challenges. OECD Economics Department Working Paper no. 916, OECD Publishing, Paris.
- Turner P (2012). Weathering financial crisis: Domestic bond markets in EMEs. BIS Papers 63, BIS, Basel.
- UNCTAD (TDR 2009). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11. II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- United Nations (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York.
- Vināls J, Pazarbasioglu C, Surti J, Narain A, Erbenova M and Chow J (2013). Creating a safer financial system: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen structural measures help? Staff Discussion Notes No. 13/4, IMF, Washington, DC.
- Walter AW (2008). *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY, Cornell University Press.
- Walter AW (2015). Emerging countries and Basel III: Why is engagement still low? *New Thinking and the New G20 Series*, Paper No. 4, Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario.
- Wolf M (2014). *The Shifts and the Shocks: What We've Learned – and Have Still to Learn – from the Financial Crisis*. London, Penguin Press.
- World Bank (2013). Implementing post-crisis financial regulatory reforms: What does it mean for emerging market and developing economies and how the World Bank Group can help. Washington, DC, Имеется по адресу: [http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs\\_note.pdf](http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs_note.pdf).

## ВНЕШНИЙ ДОЛГ И ДОЛГОВЫЕ КРИЗИСЫ: ФАКТОРЫ РАСТУЩЕЙ УЯЗВИМОСТИ И НОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ

### А. Введение

В предыдущих главах анализировались основные слабые места существующей международной валютно-финансовой системы, ограничивающие ее способность содействовать обеспечению стабильности мировой экономики и поддерживать ее. Эти же факторы сдерживают усилия, прилагаемые директивными органами развитых и развивающихся стран в целях достижения более социально-интегрированного и устойчивого роста. На макроэкономическом уровне инструментами существующей системы не удается значительно снизить неустойчивость конъюнктуры на финансовых рынках и выправлять укоренившиеся глобальные диспропорции. Помимо нередко высоких социально-экономических издержек, возникающих для отдельных стран, это оборачивается и постоянным накоплением крупного внешнего долга. Как показано в предыдущей главе, на микроэкономическом уровне режимы регулирования не справляются с задачей борьбы с крайне рискованной и циклической практикой различных финансовых учреждений, в которой коренятся причины глобального финансового кризиса 2008–2009 годов. Ввиду этого угроза возникновения финансовых и долговых кризисов по-прежнему существует.

В настоящей главе рассматривается давняя проблема международной валютной финансовой системы, заключающаяся в отсутствии эффективного механизма, с помощью которого

было бы легче добиваться урегулирования внешних долговых кризисов. Особое внимание уделяется суверенному долгу, поскольку, как указывалось в главе II, даже в тех случаях, когда финансовые кризисы зарождаются в частном секторе, как это нередко имеет место на практике, они, как правило, приводят к нарастанию чрезмерной государственной задолженности и влекут продолжительные периоды экономического и социального спада<sup>1</sup>.

В преддверии последних восьми крупных кризисов в странах с переходной экономикой (начиная с кризиса в Мексике в 1994 году, за которым последовали кризисы в Таиланде, Индонезии, Республике Корея, Российской Федерации, Бразилии, Турции и, наконец, в 2001 году в Аргентине) проблема суверенного долга стояла на повестке дня лишь в четырех странах – в Аргентине, Бразилии, Мексике и Российской Федерации. Однако почти во всех перечисленных случаях при возникновении кризиса суверенный долг резко возрастал. Этому способствовал ряд факторов. В большинстве упомянутых стран значительная доля частного долга, как внутреннего, так и внешнего, была переложена на плечи общества в результате осуществления государством программ спасения пошатнувшихся предприятий. Государственные средства использовались и для рекапитализации неплатежеспособных банков

и погашения издержек девальваций, которые в противном случае пришлось бы нести финансовым и нефинансовым субъектам частного сектора. К тому же, после этих кризисов бюджетные доходы снижались, а процентные ставки по государственному долгу росли. Ситуация во многом повторялась позднее в Ирландии и Испании во время кризиса в еврозоне.

В следующем разделе настоящей главы помещена краткая вводная часть, позволяющая перейти к проблемам, возникающим вследствие накопления внешнего суверенного

долга. Затем проводится общий анализ наблюдающихся в последнее время совокупных и региональных тенденций в динамике и структуре внешнего долга развивающихся стран (раздел С). В разделе D обобщаются основные характерные черты имевших место финансовых и долговых кризисов в развивающихся странах в целом и, в частности, проводится ретроспективный анализ подходов к решению проблем суверенного долга. В разделе E рассматриваются выдвигаемые в настоящее время предложения о реформе нынешней, раздробленной системы урегулирования проблем суверенного долга.

---

## В. Устойчивость внешнего долга: основные вопросы

---

Сам по себе внешний долг не является проблемой; действительно, долговые инструменты представляют собой важный элемент любой финансовой стратегии. Однако проблемы в связи с внешним долгом могут возникать в тех случаях, когда внешние заимствования не увязываются с производительными инвестициями или имеет место резкое шоковое воздействие на ключевые макроэкономические показатели страны, являющейся чистым заемщиком. В такой ситуации требования по долгам могут быстро превысить возможности страны изыскивать ресурсы, необходимые для обслуживания имеющегося долга. Если эти требования не компенсируются притоком новых кредитов (или более значительными поступлениями в виде процентов от вложений за границей), обслуживание внешнего долга сводится к переводу ресурсов в остальные страны мира, в силу которого, если речь идет о значительных объемах, в стране сократятся внутренние расходы и замедлится рост, что будет дополнительно подрывать ее способность платить по обязательствам при наступлении сроков платежа.

---

Внешние долговые инструменты являются важными элементами любой стратегии финансирования...

---

Наличие крупного внешнего долга обусловлено различными причинами и влечет неодинаковые последствия в разных группах стран. В большинстве стран с низким уровнем дохода он объясняется хроническим дефицитом по счету текущих операций, что в первую очередь связано с ограниченным экспортным потенциалом и высокой зависимостью от импорта и в сфере потребления, и в секторе инвестиций. Основная часть потоков капитала, непосредственным образом ведущих к накоплению долга этих стран, поступает из официальных источников. В противоположность этому с середины 1970-х годов во внешнем долге стран со средним уровнем дохода значительна доля средств, полученных от частных кредиторов, что объясняется более высокой степенью интеграции стран этой группы в международную финансовую систему, благодаря чему им легче получать доступ к международным финансовым рынкам.

Способность той или иной страны нести такое бремя внешнего долга зависит от соотношения темпов роста внутренних доходов и

экспортных поступлений, с одной стороны, и среднего уровня процентных ставок по накопленному долгу и его структуры по срокам, с другой. Таким образом, в той степени, в какой приток иностранного капитала используется для расширения производственных мощностей – прямо или косвенно благодаря улучшению инфраструктуры, особенно в экспортном секторе, – он способствует увеличению внутренних доходов и экспортных поступлений, необходимых для обслуживания долга. Вместе с тем внешний долг все чаще накапливается в результате поступления частных капиталов, которые в значительной мере не связаны с текущими потребностями финансирования торговли и инвестиций. Приток же таких средств, а по своим объемам они нередко очень велики в сравнении с масштабами экономики принимающих стран, приводит к образованию спекулятивных «пузырей» на рынках активов, завышению обменного курса, чрезмерному росту импорта и макроэкономической нестабильности, увеличивая тем самым риск дефолта. К тому же из-за них экономика этих стран становится уязвимой к случайностям конъюнктуры международных рынков капитала, поскольку в восходящей фазе финансового цикла такие потоки создают условия для накопления внешнего долга или даже могут способствовать этому, но, с другой стороны, внезапное прекращение притока таких капиталов или их отток могут легко спровоцировать долговой кризис.

Помимо этих базовых макроэкономических взаимосвязей, устойчивость внешнего долга зависит также от его структуры и состава. Общепринятое определение валового внешнего долга (используемое, в том числе, и в настоящей главе) опирается на критерий резидентской принадлежности, и в него включаются требования нерезидентов в отношении ресурсов экономики страны-должника. Точнее, под валовым внешним долгом в данном случае понимается вся сумма «обязательств, по которым заемщик обязан произвести выплату основной суммы долга и/или процентов по нему в определенный момент (моменты) в будущем и

должниками перед нерезидентами выступают резиденты соответствующей страны» (TFFS, 2013: 5). В целях разграничения категорий «внутреннего» или «внешнего» долга могут использоваться и другие критерии: номинирование в отечественной или иностранной валюте, юрисдикция, в рамках которой выпущено обязательств, и место урегулирования юридического спора в случае дефолта.

В тех случаях, когда основную часть внешнего долга составляли не облигации, а кредиты, критерии резидентской принадлежности, валютной деноминации и юрисдикции, как правило, совпадали: кредитор был нерезидентом, и кредит выдавался в иностранной валюте согласно законодательству другого государства. С начала 1990-х годов ситуация

существенно изменилась. На протяжении последних двух десятилетий увеличение объемов накопленного долга сопровождалось сокращением масштабов финансового посредничества (т.е. изменением структуры долговых инструментов со сдвигом от синдицированных банковских кредитов в сторону

более ликвидных облигационных обязательств). Поскольку облигации, выпущенные в национальной валюте и согласно национальному законодательству, могут принадлежать иностранным инвесторам и, наоборот, владельцами суверенных долговых обязательств, номинированных в иностранной валюте, могут выступать резиденты, значительная доля обязательств может рассматриваться в качестве «внешнего долга» в соответствии с одними критериями и в качестве «внутреннего долга» – в соответствии с другими.

Объем обязательств, выпущенных в иностранных валютах, может существенно влиять на устойчивость долга. Дело в том, что для обслуживания такого долга должнику, помимо получения необходимого дохода, потребуется приобрести соответствующее количество иностранной валюты. Последнее зависит от состояния платежного баланса страны. Однако при этом, возможно, придется находить

---

...однако внешний долг может становиться проблемой, если иностранные заимствования не увязаны с производительными инвестициями.

---

определенный баланс между условиями, необходимыми для формирования положительного сальдо в торговле, с одной стороны, и условиями, определяющими уровень получаемых должниками доходов (или первичного профицита в случае правительств), – с другой. Например, для улучшения показателей экспортной деятельности и сокращения импорта, возможно, придется девальвировать отечественную валюту и проводить рецессионную коррекцию, однако эти меры в свою очередь приведут к повышению реальной стоимости номинированных в иностранной валюте долговых обязательств и сокращению дохода должника.

В большинстве развивающихся стран с более высоким доходом в последнее время наметилась тенденция к переходу от валютных долговых обязательств к обязательствам, номинированным в национальной валюте. Это стало возможным в значительной мере благодаря активному увеличению объема глобальной ликвидности с сопутствующими эпизодами взрывного роста притока капитала в экономику этих стран, что отражает готовность кредиторов брать на себя валютный риск и осуществлять свою деятельность в рамках местной юрисдикции. Однако в данном случае для устойчивости долга актуален критерий резидентской принадлежности, поскольку вложения нерезидентов в национальные облигации и другие ценные бумаги повышают уровень ликвидности отечественных долговых рынков. Кроме того, расширение участия нерезидентов в операциях на этих рынках в сравнении с участием национальных институциональных инвесторов снижает стабильность портфелей активов, поскольку обычно на отечественных институциональных инвесторов распространяются правила, обязывающие их переводить определенную долю своих активов в национальные долговые инструменты. В противоположность этому, кредиторы-нерезиденты, ликвидируя свои долговые обязательства, номинированные в национальной валюте, по всей вероятности, будут конвертировать полученную выручку в иностранную валюту и репатриировать полученный доход.

Наконец, на устойчивость долга влияет юрисдикция, в рамках которой выпущены

долговые обязательства, так как она определяет правила, регулирующие любые споры между заемщиками и кредиторами, и в частности то, в какой степени отказывающиеся сотрудничать кредиторы будут иметь возможность препятствовать достижению договоренностей об урегулировании долга между государствами-заемщиками и большинством их частных кредиторов. В более общем плане, в тех случаях, когда основная часть внешних долговых обязательств развивающихся стран выпущена в иностранных юрисдикциях в качестве дополнительной гарантии для инвесторов, не доверяющих судебной системе страны-должника, это, в принципе, может усугублять кризисные ситуации, поскольку стране-должнику, возможно, придется иметь дело с многочисленными юрисдикциями и правовыми системами.

Кроме того, страны, подписавшие международные инвестиционные соглашения, и в том числе соглашения, предусматривающие использование механизмов урегулирования споров между инвесторами и государством, могут оказаться в роли ответчиков в арбитражных судах, таких как Международный центр по урегулированию инвестиционных споров (МЦУИС) или Комиссия Организации Объединенных Наций по праву международной торговли (ЮНСИТРАЛ). Как правило, такие арбитражные разбирательства проводятся на специальной основе, причем в большинстве случаев с перекосом в пользу истцов-инвесторов. Кроме того, при их проведении за основу берется коммерческая логика частного сектора без учета долговременных социально-экономических последствий для экономики страны-должника в целом (Van Harten, 2007; см. также *ДТР за 2014 год*).

Вопросы, связанные с суверенным долгом, заслуживают особого внимания по целому ряду причин. В некоторых случаях у правительств могут возникать сложности при обслуживании внешних обязательств, которые были необходимы для финансирования государственных расходов. В периоды, когда кредит дешев и легко доступен, они могут недооценить возникающий для них риск последствий волатильности международной финансовой системы и уязвимости в случае финансовых потрясений, возникающих

в результате изменения денежно-кредитной политики за границей. Однако во многих других случаях первопричиной кризиса, связанного с суверенным долгом, является безответственное поведение частных субъектов как со стороны кредиторов, так и со стороны заемщиков. В принципе, отказ частного заемщика платить по своим внешним долгам подпадает под законодательство о банкротстве той юрисдикции, где были оформлены долговые обязательства. Как правило, эти нормативно-правовые рамки предполагают определенную степень защиты заемщика и реструктуризацию долга (с его частичным списанием или без такового), либо ликвидацию активов заемщика в случае банкротства. Однако в тех случаях, когда целая череда неплатежей со стороны частных компаний угрожает подорвать финансовую систему, государственный сектор нередко берет на себя частные долги, особенно долги крупных банков, и в результате сам оказывается чрезмерно обремененным долгом (см. главу II настоящего Доклада).

Вместе с тем проблемы, связанные с суверенным долгом, не подпадают под законодательство, регулирующее неплатежи частных компаний. Поэтому они требуют особого подхода, причем не в последнюю очередь в силу того, что на правительства и органы государственного управления возложена функция удовлетворения общественных интересов посредством проведения надлежащей политики на макроэкономическом и микроэкономическом уровнях для достижения долговременных целей развития. Соответственно любые барьеры, препятствующие осуществлению этих обязанностей из-за накопления чрезмерной задолженности или выдвигания условий в связи с оказанием помощи в реструктуризации долга, будут иметь серьезные социальные, экономические и политические последствия.

В результате возникает вопрос об оптимальных подходах к реструктуризации суверенного долга в условиях усиливающейся глобализации экономики.

Обеспокоенность по поводу отсутствия механизма урегулирования проблем внешнего суверенного долга возникла не сегодня<sup>2</sup>. С начала 1980-х годов ЮНКТАД в своих

*Докладах о торговле и развитии* настойчиво высказывает мысль о замене специальных механизмов урегулирования как официальной, так и коммерческой задолженности, произвольно создаваемых по инициативе кредиторов, нормативными механизмами, которые позволяли бы беспристрастно оценивать долговую ситуацию

соответствующей страны и способствовали бы справедливому распределению бремени и восстановлению устойчивости долга. В ДТР за 1986 год указывалось: «Отсутствие тщательно проработанной, беспристрастной рамочной основы для разрешения международных долговых проблем порождает серьезную угрозу того... что международные должники окажутся в "худшем из миров": в финансовых и экономических кругах на них может лечь клеймо фактических банкротов... При этом они в значительной мере лишены возможности получения финансовой помощи и проведения финансовой реорганизации, как это было бы в случае банкротства де-юре по процедуре, сходной с предусмотренной в главе 11 Кодекса законов Соединенных Штатов о банкротстве». Как и в случае других необходимых реформ международной валютно-финансовой системы, не следует забывать о балансе интересов желательности и практической осуществимости, по крайней мере в краткосрочном плане. Ввиду этого требует рассмотрения целый ряд вариантов решения проблем суверенного долга.

---

Кризисы, связанные с суверенным долгом, нередко вызываются безответственным поведением частных субъектов как со стороны заемщиков, так и со стороны кредиторов.

---

---

## С. Динамика изменений объема и структуры внешнего долга

---

### 1. Эволюция внешнего долга в развивающихся странах и странах с переходной экономикой

---

В долгосрочном плане внешний долг развивающихся стран и стран с переходной экономикой в номинальном выражении (и с применением разъяснявшегося выше критерия резидентской принадлежности) демонстрирует тенденцию к росту. За исключением Африки, рынок которой по-прежнему в меньшей степени привлекал частных инвесторов и которая широко пользовалась программами сокращения задолженности, во всех других регионах в 2013 году накопленный долг был значительно выше уровня 1990-х годов (диаграмма 5.1). Вместе с тем эта тенденция не была непрерывной: в Латинской Америке и Юго-Восточной Азии – двух развивающихся регионах, в наибольшей степени интегрированных в международную финансовую систему, – в период с 1997–1998 годов по 2006–2007 годы уровень внешнего долга оставался довольно стабильным. Это было обусловлено их собственными долговыми кризисами второй половины 1990-х годов, которые временно ограничили для них доступ к новым частным иностранным кредитам. Однако отчасти это объяснялось и прилагавшимися ими затем усилиями в целях уменьшения степени зависимости от притока капитала за счет недопущения хронических дефицитов по счету текущих операций или даже формирования значительного профицита. В этой связи они воспользовались реальной девальвацией своих валют в периоды кризисов и в ряде случаев улучшением условий торговли после 2003 года. Однако после глобального финансового кризиса 2008 года их внешний долг опять

стал расти, причем в некоторых случаях очень резко, в результате ухудшения состояния счета текущих операций и возобновления притока иностранных капиталов под воздействием стимулирующей денежно-кредитной политики в развитых странах.

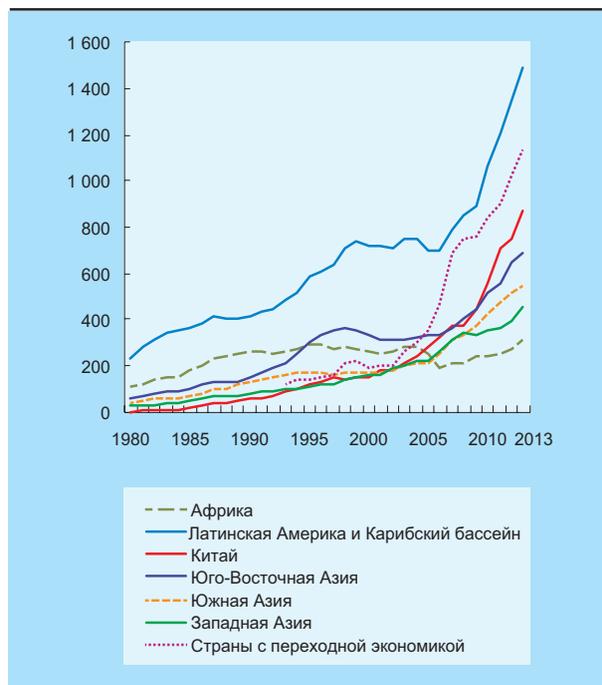
С конца 1990-х годов и до кризиса 2008 года объем внешнего долга в процентах от валового национального дохода (ВНИ) снижался различными темпами во всех развивающихся регионах (диаграмма 5.2), что было вызвано благоприятными макроэкономическими условиями и уверенными темпами экономического роста. Сильнее всего этот показатель понизился в Африке, упав в среднем с уровня свыше 100% в 1994 году до менее 20% в 2013 году. Наряду с ускорением темпов роста в 2000-х годах данный регион, в сравнении с другими, получал больше помощи по линии программ облегчения бремени официальной задолженности. Однако после 2008 года развитие данной тенденции оборвалось, и показатель отношения совокупного долга к ВНИ опять стал несколько повышаться. В странах с переходной экономикой внешний долг постепенно возрос с низкого базового уровня начала 1990-х годов и в 2013 году достиг – если исключить Российскую Федерацию – примерно 60% ВНИ или – с учетом Российской Федерации – лишь 15%.

Этим общим сокращением относительной доли внешнего долга в сочетании с общим падением процентных ставок по внешнему долгу с конца 1990-х годов в значительной степени объясняется снижение удельного веса процентных платежей относительно экспорта во всех развивающихся регионах. В Африке этот долевым показатель упал с в среднем 13% в 1980-е годы до порядка 1% в 2012–2013 годах.

Диаграмма 5.1

### ВНЕШНИЙ ДОЛГ ОТДЕЛЬНЫХ ГРУПП СТРАН И КИТАЯ, 1980–2013 ГОДЫ

(В млрд. текущих долл.)



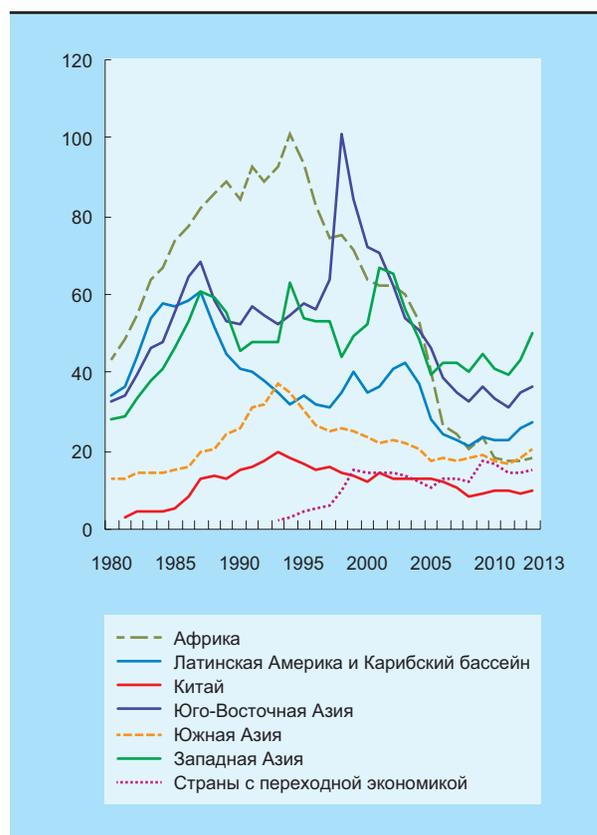
**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных Всемирного банка *World Development Indicators* и национальных источников.

**Примечание:** Агрегированные показатели рассчитаны на основе информации по тем странам, по которым имелся полный набор данных с 1980 года (за исключением стран с переходной экономикой, в случае которых отчет ведется с 1993 года). Таким образом, Африка: Алжир, Бенин, Ботсвана, Буркина-Фасо, Бурунди, Габон, Гамбия, Гана, Гвинея, Гвинея-Биссау, Демократическая Республика Конго, Джибути, Египет, Замбия, Зимбабве, Камерун, Кения, Коморские Острова, Конго, Кот-д'Ивуар, Лесото, Либерия, Маврикий, Мавритания, Мадагаскар, Малави, Мали, Марокко, Нигер, Нигерия, Объединенная Республика Танзания, Руанда, Сан-Томе и Принсипи, Свазиленд, Сейшельские Острова, Сенегал, Сомали, Судан, Сьерра-Леоне, Того, Тунис, Уганда, Центральноафриканская Республика, Чад и Эфиопия. Латинская Америка и Карибский бассейн: Аргентина, Белиз, Боливия (Многонациональное Государство), Бразилия, Венесуэла (Боливарианская Республика), Гайана, Гаити, Гватемала, Гондурас, Гренада, Колумбия, Коста-Рика, Доминиканская Республика, Мексика, Никарагуа, Панама, Перу, Сальвадор, Сент-Винсент и Гренадины, Эквадор и Ямайка. Юго-Восточная Азия: Индонезия, Лаосская Народно-Демократическая Республика, Малайзия, Мьянма, Таиланд и Филиппины. Южная Азия: Бангладеш, Индия, Иран (Исламская Республика), Мальдивские Острова, Непал, Пакистан и Шри-Ланка. Западная Азия: Иордания, Йемен, Ливан, Сирийская Арабская Республика и Турция. Страны с переходной экономикой: Албания, Азербайджан, Армения, Беларусь, бывшая югославская Республика Македония, Грузия, Казахстан, Кыргызстан, Республика Молдова, Российская Федерация, Сербия, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан и Украина.

Диаграмма 5.2

### СОВОКУПНЫЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ В ПРОЦЕНТАХ ОТ ВНИ, ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ СТРАН И КИТАЙ, 1980–2013 ГОДЫ

(В процентах)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе *ЮНКТАДстат*, базы данных Всемирного банка *World Development Indicators* и национальных источников.

**Примечание:** См. диаграмму 5.1. Агрегированные показатели по регионам относятся к тем же странам, что и на диаграмме 5.1, за исключением Эфиопии и Йемена, по которым данных о ВНИ не было.

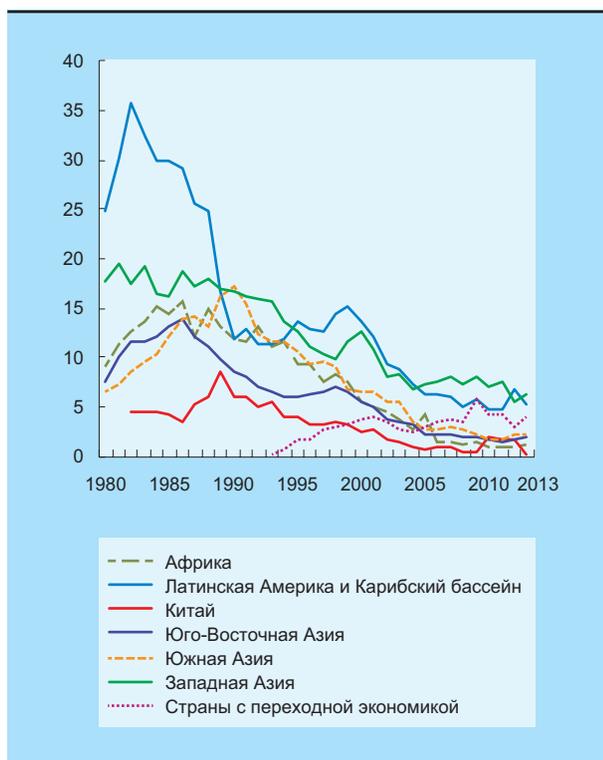
В Юго-Восточной и Южной Азии – с 11% до менее 2%, в Западной Азии – с 18% до 6% и в Латинской Америке за тот же период – с 28% до 6% (диаграмма 5.3).

В результате развивающиеся страны, в том числе страны с переходной экономикой, встретили глобальный финансовый кризис при довольно уверенном финансовом положении государственного сектора и исторически низких уровнях внешнего долга, что на первых порах помогло им оправиться от этих потрясений. Они также стали привлекать тех вкладчиков капитала, которые стремились получить

Диаграмма 5.3

**ДИНАМИКА ВЫПЛАТ ПРОЦЕНТОВ  
ПО ВНЕШНЕМУ ДОЛГУ В СОПОСТАВЛЕНИИ  
С ЭКСПОРТОМ, ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ  
СТРАН И КИТАЙ, 1980–2013 ГОДЫ**

(В процентах)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных Всемирного банка *World Development Indicators*.

**Примечание:** Агрегированные показатели по регионам относятся к тем же странам, что и на диаграмме 5.1, за исключением Джибути, Гайаны, Гаити, Гвинеи, Гвинеи-Биссау, Йемена, Ирана (Исламской Республики), Лаосской Народно-Демократической Республики, Ливана, Объединенной Республики Танзания, Парагвая, Российской Федерации, Сан-Томе и Принсипи, Сирийской Арабской Республики, Сомали, Таиланда и Эфиопии, по которым данных не было.

более высокий доход в сравнении с возможностями, имеющимися в развитых странах. Однако этот период явно позитивной и стабильной макроэкономической ситуации был недолговечным: наблюдавшиеся в последнее время неурядицы на международных финансовых рынках – которые были обусловлены ожиданием свертывания мер по насыщению экономики денежной массы в Соединенных Штатах Америки и нормализации уровня

процентных ставок в этой стране – неблагоприятно сказались на странах с формирующейся рыночной экономикой (UNCTAD, 2014). В более общем плане недавнее чрезмерное увеличение объемов ликвидности на международных финансовых рынках, которое по-прежнему в значительной мере не связано с долговременным финансированием развития, в сочетании с растущей валютной задолженностью частного сектора, повышают уязвимость развивающихся стран к воздействию неустойчивости конъюнктуры международных финансовых рынков.

## 2. Государственные и частные заимствования и кредиты

Степень устойчивости долга во многом зависит от соотношения внешнего долга государственных и частных должников<sup>3</sup>. Традиционно в развивающихся странах государственный долг составлял основную часть внешнего долга. Так, в 2000 году его доля в общем объеме долгосрочного внешнего долга всех развивающихся стран составляла 72%, но к 2013 году она снизилась почти до 50% от совокупного долга (диаграмма 5.4).

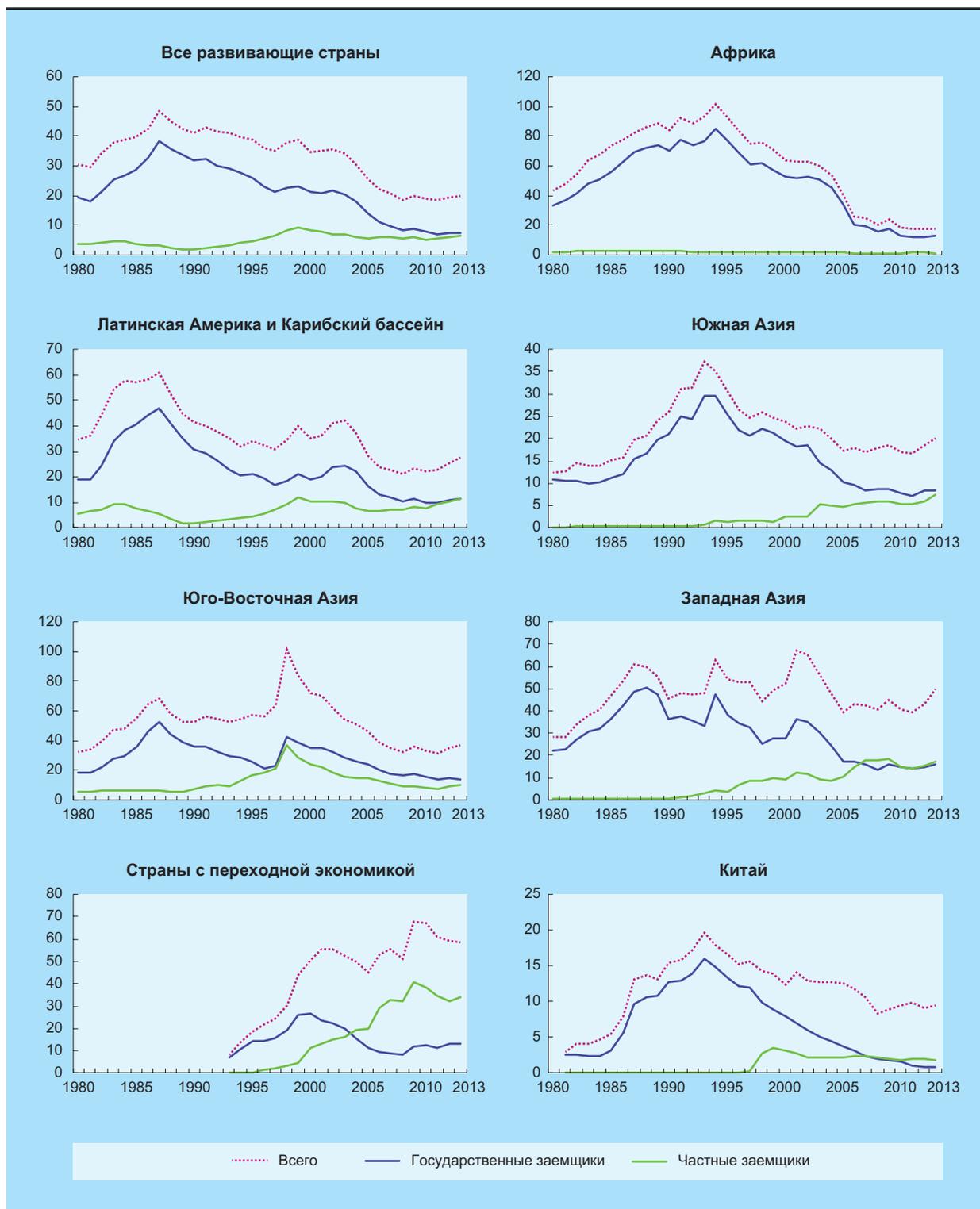
С другой стороны, внешний частный долг традиционно был весьма невелик. В силу этого надзорные органы уделяли ему мало внимания. Кроме того, на их работу, как правило, влияли сторонники свободного рынка, выступавшие против государственного вмешательства в связи с ростом объема частных внешних обязательств, обосновывая это тем, что возникновение таких обязательств вызвано действиями так называемых «рациональных агентов» в контексте решений, касающихся частных сбережений и инвестиций, и, соответственно, не должно порождать финансовых проблем. Однако реальное положение вещей, прежде всего после глобального финансового кризиса, когда высокий уровень внешнего частного долга стал существенным фактором возникновения долгового кризиса государственного сектора, ставит под сомнение обоснованность такого аргумента<sup>4</sup>.

Ввиду этого директивным органам не следует проявлять благодушие в связи с общим

Диаграмма 5.4

### ВНЕШНИЙ ДОЛГ В РАЗБИВКЕ ПО ВИДАМ ЗАЕМЩИКОВ, ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ СТРАН И КИТАЙ, 1980–2013 ГОДЫ

(В процентах от ВВП)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе *ЮНКТАДстат* и базы данных Всемирного банка *World Development Indicators*.  
**Примечание:** Агрегированные показатели по регионам относятся к тем же странам, что и на диаграмме 5.1, за исключением Эфиопии, Российской Федерации и Йемена, по которым данных не было. На диаграмме совокупный внешний долг превышает сумму долга государственных и частных заемщиков, поскольку в данных о внешнем долге эти две категории должников не всегда в полной мере разграничены.

снижением уровня государственного долга во многих развивающихся странах; напротив, им следует не забывать о значительных рисках для финансовой стабильности, связанных с ростом показателей соотношения частного внешнего долга и ВНИ (диаграмма 5.4). Сюда относится повышение на протяжении последних нескольких лет уровней частных внешних заимствований нефинансовых корпораций, которые производились, главным образом, в целях осуществления финансовых операций через оффшорную эмиссию долговых обязательств (Avdjiev et al., 2014). Положение усугубляется валютными рисками и угрозой внезапного изменения вектора направленности потоков капитала, например в результате нормализации процентных ставок в Соединенных Штатах и/или неустойчивой конъюнктуры цен на сырьевые товары. Таким образом, после периода быстрого увеличения внешнего долга частного сектора может разразиться долговой кризис со стремительным нарастанием внешних долгов государства. Так, после латиноамериканского долгового кризиса 1980-х годов значительная доля внешнего долга частного сектора легла на плечи государственного сектора. Аналогичным образом в преддверии азиатского финансового кризиса 1997 года немалую долю долговых обязательств в регионе составляли банковские ссуды частным заемщикам, которые фактически были национализированы после начала кризиса.

В структуре внешнего долга также произошли существенные изменения по составу кредиторов. В большинстве развивающихся стран до 1970-х годов, а в ряде случаев и в последующие десятилетия значительная доля долгосрочного внешнего долга приходилась на официальных кредиторов, в основном по линии двусторонних соглашений. Именно так обстояло дело, в частности, в случае развивающихся стран, сохранивших прочные экономические связи с бывшими метрополиями, и наименее развитых стран, которым коммерческие банки неохотно ссужали деньги. В начале 1970-х годов во всех развивающихся регионах, кроме Латинской Америки, объем внешнего долга официальным кредиторам превышал уровень долга частным кредиторам. В период 1970–1972 годов 67% внешнего долга африканских стран приходилось на обязательства перед официальными кредиторами по двусторонней

или многосторонней линиям; в Восточной Азии эта доля составляла 92%, а в Южной Азии – 93%. В противоположность этому, на частных кредиторов приходилось 70% долга в странах Латинской Америки и почти половина – в странах Юго-Восточной Азии (диаграмма 5.5). В последние годы доля долга развивающихся стран и стран с формирующейся рыночной экономикой по официальной линии не достигала 20% от общего объема внешнего долга.

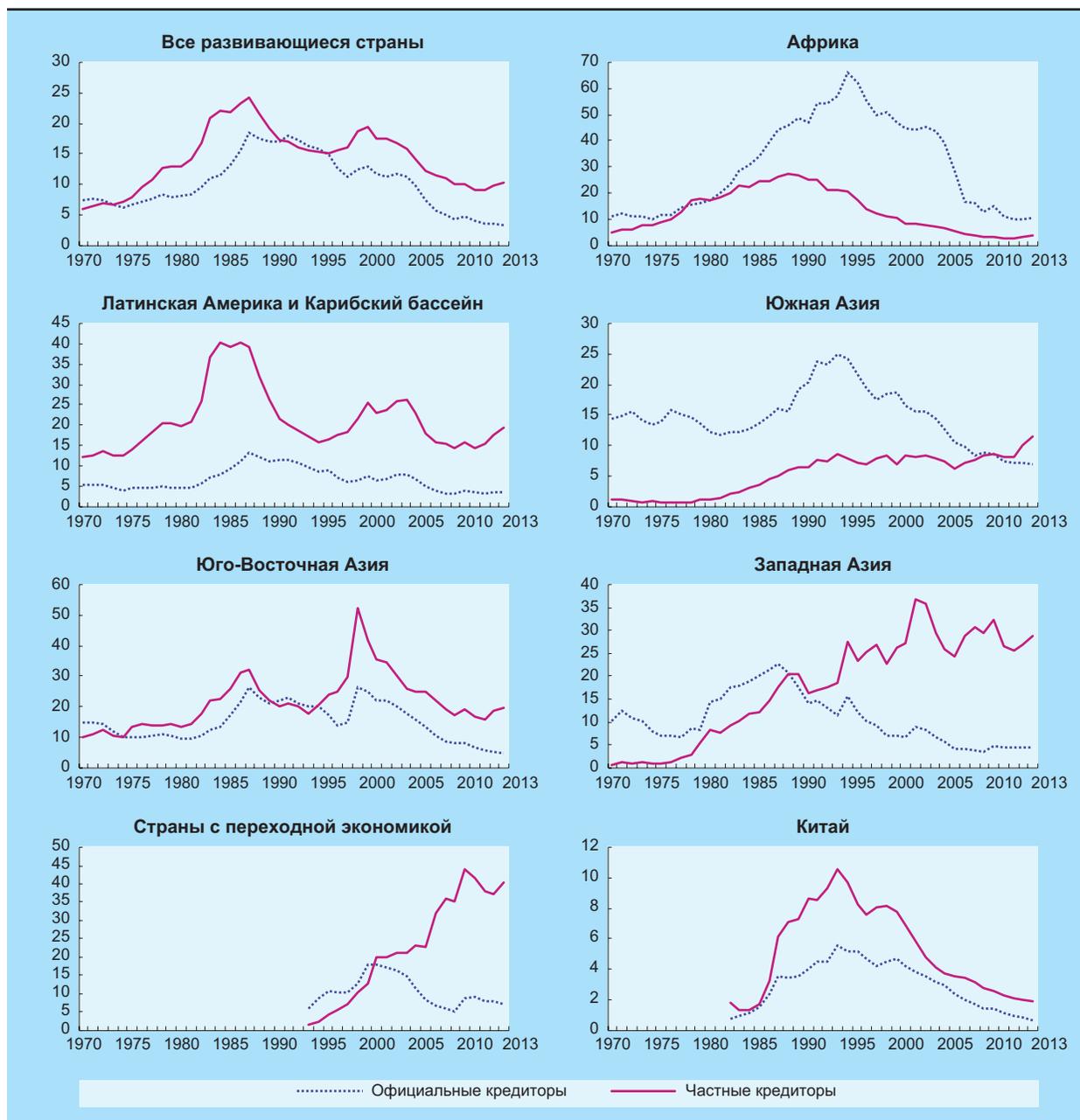
На протяжении всего периода 1970-х годов наблюдалось резкое увеличение внешнего долга развивающихся стран (главным образом, за счет латиноамериканских заемщиков). Общий объем их долгосрочного внешнего долга увеличился с приблизительно 13% совокупного ВНИ этих стран в 1970 году до 21% в 1980 году, что в первую очередь вызывалось резким увеличением их долговых обязательств перед частными кредиторами – с 6% до 13% от их ВНИ. Важную роль при этом сыграли либерализация операций по счету движения капитала и усилия коммерческих банков по «рециклированию» нефтедолларов. Развитие данного процесса дополнительно облегчалось законами, принимавшимися в развитых странах для укрепления и уточнения прав кредиторов в случае дефолтов по иностранному суверенному долгу, такими как Закон Соединенных Штатов Америки о суверенном иммунитете иностранных государств 1976 года и закон Соединенного Королевства о государственном иммунитете 1978 года (Bulow and Rogoff, 1990).

Хотя из-за резких изменений процентных ставок Федеральной резервной системой в Соединенных Штатах и последовавшего долгового кризиса в развивающихся странах приток новых частных капиталов в эти страны практически прекратился, в процентах от ВНИ частный долг продолжал увеличиваться до 1987 года вследствие низких (или отрицательных) темпов роста объемов производства и резких девальваций в пострадавших от кризиса странах. В процентах от ВНИ этих стран стремительно рос и их официальный долг (в рамках как двусторонних, так и многосторонних соглашений), что в большинстве случаев было вызвано мерами вмешательства официальных кредиторов, стремившихся не допустить массированных дефолтов. В результате за период

Диаграмма 5.5

### ДОЛГОСРОЧНЫЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ В РАЗБИВКЕ ПО ТИПАМ КРЕДИТОРОВ, ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ СТРАН И КИТАЙ, 1970–2013 ГОДЫ

(В процентах от ВНИ)



**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе ЮНКТАДстат и база данных Всемирного банка *International Debt Statistics*.

**Примечание:** Агрегированные показатели, рассчитанные на базе информации по странам, по которым имеется полный набор данных с 1980 года (за исключением стран с переходной экономикой, в случае которых отсчет ведется с 1993 года). Соответственно, Африка – Алжир, Бенин, Ботсвана, Буркина-Фасо, Бурунди, Габон, Гамбия, Гана, Гвинея, Гвинея-Биссау, Демократическая Республика Конго, Джибути, Египет, Замбия, Зимбабве, Камерун, Кения, Коморские Острова, Конго, Кот-д’Ивуар, Лесото, Маврикий, Мавритания, Мадагаскар, Малави, Марокко, Нигер, Нигерия, Руанда, Сейшельские Острова, Сенегал, Судан, Сьерра-Леоне, Того, Тунис, Уганда, Центральноафриканская Республика и Чад. Латинская Америка и Карибский бассейн – Аргентина, Белиз, Боливия (Многонациональное Государство), Бразилия, Венесуэла (Боливарианская Республика), Гайана, Гватемала, Гондурас, Доминиканская Республика, Колумбия, Коста-Рика, Мексика, Никарагуа, Панама, Перу, Сальвадор, Сент-Винсент и Гренадины, Эквадор и Ямайка. Юго-Восточная Азия – Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины. Южная Азия – Бангладеш, Индия, Непал, Пакистан и Шри-Ланка. Западная Азия – Иордания, Ливан и Турция. Страны с переходной экономикой – Азербайджан, Албания, Армения, Беларусь, бывшая югославская Республика Македония, Грузия, Казахстан, Кыргызстан, Республика Молдова, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан и Украина. Данные касаются всей суммы предоставленных кредитов на конец года.

1979–1987 годов внешний долг развивающихся стран официальным двусторонним и многосторонним кредиторам возрос с 8% до 19% от их ВНИ.

После 1987 года общий объем долговых обязательств заемщиков в развивающихся странах перед частными кредиторами снизился с пикового уровня 24% от ВНИ этих стран в 1987 году до 9% в 2011 году. На фоне этого общего снижения имели место эпизоды бумов и спадов в ряде крупных развивающихся стран, которые влекли новые финансовые кризисы и находили отражение во временном, но резком увеличении внешнего долга частным заемщикам (достигшего в конце 1990-х годов 19% от ВНИ развивающихся стран). Снижение внешнего долга официальным кредиторам было более стабильным, что объяснялось отчасти мерами по облегчению бремени задолженности более бедных стран и отчасти – проведением странами со средним уровнем дохода целенаправленной политики ограничения масштабов привлечения многостороннего финансирования.

Накопление практически допустимых просрочек платежей в счет обслуживания долга – включая проводившуюся МВФ политику «кредитования просроченной задолженности», – а также тот факт, что крупные частные банки в финансовых центрах в достаточной степени укрепили свои позиции, для того чтобы выдержать распродажу своих портфелей кредитов со скидкой, вынудили правительство Соединенных Штатов принять в 1989 году план Брейди. Таким образом косвенно признавалось, что преодолеваемые проблемами должники могли не полностью обслуживать свои долги и одновременно добиваться восстановления темпов роста; тем самым закладывалась почва для переговоров между банками-кредиторами и государствами-должниками с переносом основного акцента с реструктуризации долга на облегчение долгового бремени. Большинство реструктуризационных мероприятий в рамках плана Брейди предусматривало обмен банковских кредитов на облигации либо по номиналу, но с фиксированной процентной ставкой ниже рыночного уровня, либо по стоимости ниже номинала. Таким образом, план Брейди положил начало развитию процесса «сокращения масштабов финансового посредничества»,

т.е. переходу к более прямым заимствованиям на рынках капитала с использованием облигаций вместо заимствования средств коммерческих банков. С тех пор эта тенденция только усиливалась (диаграмма 5.6). Такое изменение в арсенале инструментов финансирования, повысив уровень ликвидности долга развивающихся стран, с другой стороны, помимо увеличения более рискованных обязательств во внешнем долге развивающихся стран, вылилось в череду более сложных переговоров по пересмотру сроков и условий погашения долга с огромным числом держателей облигаций.

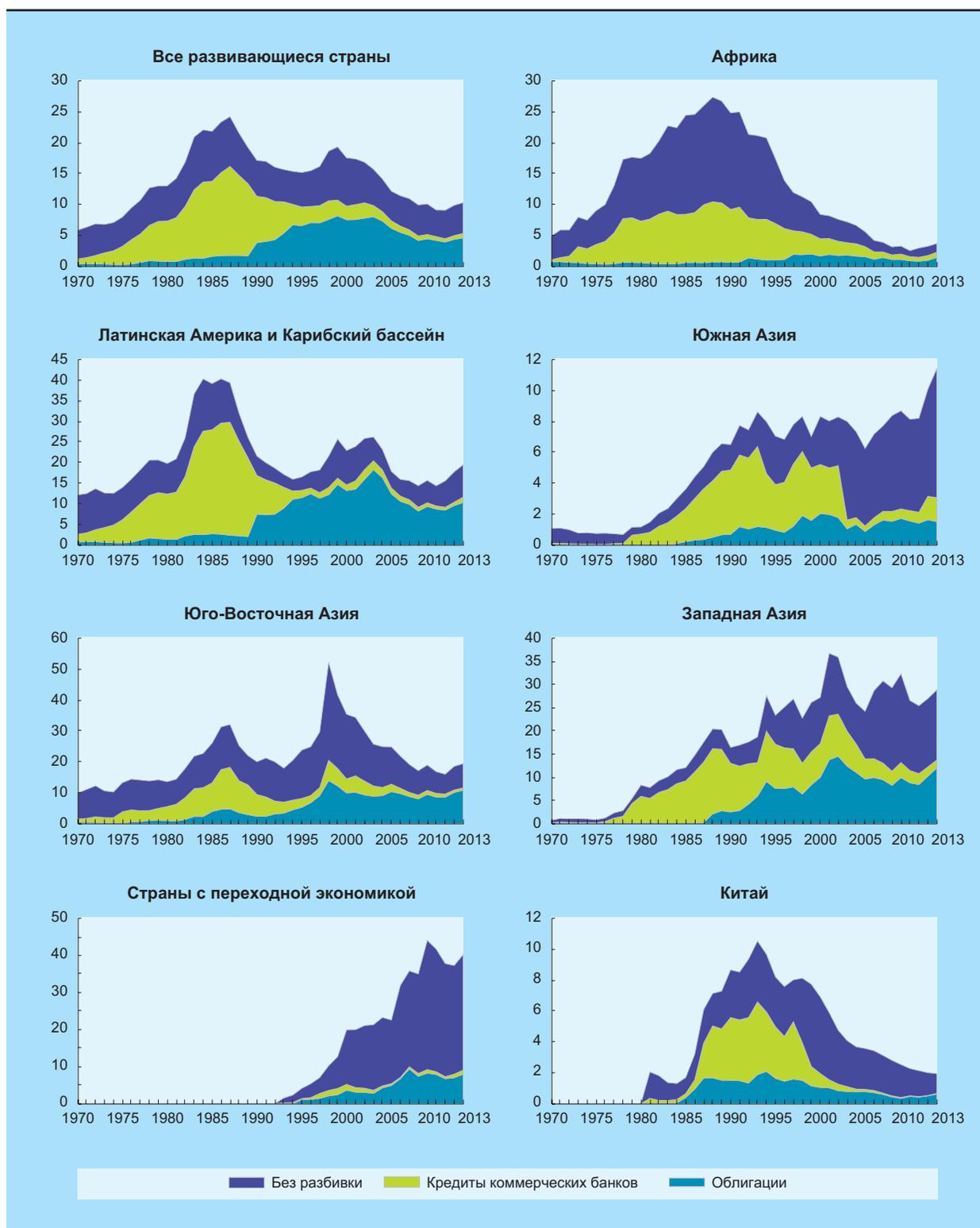
### 3. Валютные вопросы

Существенное влияние на степень устойчивости долга оказывает то, в какой валюте номинирован внешний долг. Долговые обязательства в иностранной валюте сопряжены с более высоким риском, чем обязательства в национальной валюте, поскольку в случае девальвации бремя обязательств первого типа в пересчете на национальную валюту немедленно возрастет, причем порой весьма значительно. В более общем плане, даже без девальваций заемщики смогут погасить свой внешний долг только при получении дохода в достаточных размерах (и, если заемщиками являются правительства, при формировании достаточно крупного первичного бюджетного профицита) и в том случае, если страна в целом имеет положительное сальдо торгового баланса. Однако выполнить одновременно оба условия порой сложно. Для увеличения доходов частного и государственного секторов необходим рост объема производства, добиться чего, как правило, невозможно без расширения импорта, что, однако, сказывается на способности сводить торговый баланс с положительным сальдо. И наоборот, дефляционная корректировка с сокращением импорта как способ быстрого формирования положительного сальдо торгового баланса крайне затрудняет решение задачи обеспечения первичного профицита бюджета, к тому же нельзя исключать вероятности неплатежеспособности частных заемщиков. Такая взаимозависимость между торговым балансом и состоянием бюджета выступает еще одним фактором, объясняющим,

Диаграмма 5.6

### ДОЛГОСРОЧНЫЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ ЧАСТНЫМ КРЕДИТОРАМ В РАЗБИВКЕ ПО ТИПУ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ, ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ СТРАН И КИТАЙ, 1970–2013 ГОДЫ

(В процентах от ВВП)



Источник: См. диаграмму 5.5.

Примечание: См. диаграмму 5.5.

почему степень устойчивости суверенного долга, номинированного в иностранной валюте, как правило, ниже в сравнении с долгом в национальной валюте.

Важно отметить, что заемщики, сталкивающиеся с проблемами платежеспособности или ликвидности в случае обязательств в иностранной валюте, не могут рассчитывать на поддержку со стороны отечественного кредитора последней инстанции (например, национального центрального банка); к тому же даже платежеспособные должники могут оказаться в ситуации, когда они будут вынуждены приостановить выплаты в счет погашения долга, не будучи в состоянии получать в достаточных объемах твердую валюту из-за не зависящих от них ограничений, вводимых по соображениям динамики платежного баланса. Если же долг номинирован в национальной валюте, снижается риск несовпадения по валютам долговых обязательств, с одной стороны, и активов и доходов – с другой, причем валютный риск при этом ложится на кредиторов. Кроме того, в этом случае при возникновении чрезвычайной ситуации возможно вмешательство центрального банка страны.

Ввиду этого все больше развивающихся стран переориентируются на долговые обязательства в национальной валюте. Тем не менее отрицательные стороны валютных долговых обязательств сохраняют свою актуальность и для этих стран, поскольку значительная доля их валового внешнего долга по-прежнему приходится на банковские кредиты и долг по официальной линии и соответственно номинирована в иностранной валюте. Такое положение особенно характерно для более бедных развивающихся стран с узкими национальными рынками долговых обязательств, высокой степенью зависимости от официальных займов и низким кредитным рейтингом, но оно наблюдается и в некоторых более крупных развивающихся странах со средним уровнем дохода и странах с переходной экономикой. Так, в 2013 году доля номинированного в иностранной валюте внешнего долга составила 95% в Аргентине, 93% в Турции, 80% в Индии, 74% в Российской Федерации, 70% в Республике Корея и 64% в Мексике<sup>5</sup>. В развивающихся странах и странах с формирующимся рынком, которые

являются членами G20 (и по которым имеются данные), доля внешнего долга в национальной валюте выше соответствующего показателя по внешнему долгу, номинированному в иностранных валютах, только в Южной Африке (55% валового внешнего долга страны). Даже с учетом того, что эти цифры относительно низки в процентах от ВНИ, сохраняется угроза существенного возрастания внешнего долга в случае обесценения национальной валюты.

Ввиду серьезных преимуществ долга в национальной валюте, развитые страны, валюты которых принимаются при осуществлении международных платежей и для создания международных резервов и которые имеют возможность выпускать облигации и предоставлять кредиты в собственной валюте, как правило, накапливают более значительные объемы внешнего долга, в том числе в трудные времена. Так, например, за период 2003–2013 годов валовой внешний долг Соединенных Штатов возрос с 60% ВНИ до почти 100%. За период 2001–2003 годов по 2013 год этот показатель увеличился в Японии с 31% до 55%, в Германии со 113% до 144% и во Франции со 114% до 194%. Наконец, что не менее важно, в Соединенном Королевстве он возрос со 198% в 1999 году до 354% в 2013 году<sup>6</sup>. Важным моментом, наблюдающимся параллельно с таким существенным нарастанием внешнего долга развитых стран, является накопление валютных резервов во многих развивающихся странах с конца 1990-х годов. В результате у некоторых из этих стран – в частности у стран, имеющих дефицит по счету текущих операций, – имеется возможность накапливать долг при низких издержках.

#### **4. Юрисдикция для выпуска долговых обязательств**

Большое значение в случае дефолта имеет юрисдикция, в рамках которой выпускаются долговые обязательства, поскольку этим определяется, в каких судах и на основании какого законодательства будут в конечном счете приниматься решения о реструктуризации долга. В работе Schumacher et al. (2014) отмечается, что в последние годы юридические споры за

границей возникали почти в половине случаев объявления суверенного дефолта, в то время как в 1980-е годы эта доля составляла всего 5%; при этом в 75% случаев таких разбирательств участвовали фонды по скупке проблемных долгов, известные также как «фонды-стервятники».

Прежде место выпуска долговых обязательств, их юрисдикция, место постоянного проживания конечного владельца и, в меньшей степени, валюты долга довольно точно совпадали. Однако, судя по некоторым признакам, в последнее время международные инвесторы все чаще выходят на внутренние долговые рынки развивающихся стран, а отечественные инвесторы нередко являются держателями облигаций, размещенных на международных рынках (Panizza, 2008). Получить такую информацию, которая крайне важна для определения внешнего долга по месту постоянного проживания кредитора, порой непросто.

Если рассматривать все размещенные государственные облигации в целом (независимо от места постоянного проживания кредиторов и валют, в которых номинированы такие облигации), то, судя по последним данным, большая часть этих ценных бумаг выпускается на внутренних рынках. В некоторых развивающихся субрегионах, например в Восточной и Южной Азии, доля эмиссии национальных государственных облигаций достигает среднего уровня по развитым странам. В странах с переходной экономикой, в регионе Латинской Америки и Карибского бассейна и в Западной Азии по состоянию на начало мая 2015 года соответственно 28%, 28% и 32% от общего объема государственных облигаций были выпущены на зарубежных рынках (и обычно в рамках иностранной юрисдикции)<sup>7</sup>. Соответственно, у фондов-стервятников сохраняются возможности для ведения затяжных тяжб в иностранных юрисдикциях в рамках будущих мероприятий по реструктуризации долга.

---

## D. Урегулирование проблем внешнего долга

---

С учетом того, что долговые кризисы происходят часто, а глобализированная и «финансиализированная» экономика по-прежнему уязвима при их возникновении, национальным и международным директивным органам нужны более адекватные инструменты, с помощью которых они могли бы бороться с такими кризисами, сводя к минимуму их издержки. В принципе, механизмы урегулирования долговых проблем должны содействовать предотвращению угрозы финансовых или долговых кризисов при возникновении у стран трудностей в выполнении своих внешних обязательств, предупреждая возможность внезапного резкого падения доверия на рынке, которое может иметь катастрофические

долговременные последствия для страны-должника. Вместе с тем механизмы урегулирования долговых проблем должны также быть нацелены на справедливое распределение бремени реструктуризации долга между заемщиками и кредиторами, если кризис все же разразится. И наконец, они должны обеспечивать уважение национального суверенитета и сохранение пространства для маневра в национальной политике, позволяя стране-должнику оставаться на траектории экономического роста, добиваться повышения степени устойчивости долга и разрабатывать и проводить в жизнь собственные стратегии развития. В настоящем разделе обобщаются основные характерные черты кризисов в области внешнего долга, после

чего анализируется историческая эволюция проблем суверенного долга и, в частности, рассматриваются подходы к их разрешению.

## 1. Кризисы, связанные с внешним долгом: хроническая проблема

Хотя долговые кризисы развивающихся стран вызываются разными структурными причинами, в последнее время такие кризисы непосредственно связаны со стремительной либерализацией финансовых рынков, их хронической нестабильностью и порожденными этими факторами «глобальными финансовыми циклами» (UNCTAD, 2014). Как правило, долговые кризисы возникают на определенных этапах финансового цикла. Они зарождаются в тот момент, когда значительное число заемщиков (либо несколько крупных заемщиков) более не в состоянии обслуживать долг, накопленный в восходящей фазе цикла. Вследствие этого меняется общее восприятие уровня риска, и бытовавшая чрезмерная уверенность сменяется крайней обеспокоенностью, что ведет к нехватке ликвидности, обрушению цен на активы и экономическому спаду. В конечном счете операции по ликвидации активов приводят еще к большему падению цен на них, и особенно цен на те активы, которые в первую очередь служили объектом спекуляций в период бума и использовались в качестве гарантийного покрытия долга. Это не только влечет банкротство субъектов рынка, накопивших крупный долг, но и сказывается на положении тех структур, которые проводили более осмотрительную политику и в нормальных условиях оставались бы платежеспособными. После наступления долгового

В последнее время кризисы, связанные с внешним долгом, непосредственно связаны со стремительной либерализацией финансовых рынков и порождаемыми ими глобальными финансовыми циклами.

Даже в тех случаях, когда правительства не прибегали к иностранным заимствованиям в периоды бума, нередко они вынуждены брать на себя погашение безнадежных долгов частного сектора. Таким образом, кризисы внешнего долга зачастую становятся и кризисами государственного сектора.

кризиса требуется довольно длительный процесс финансовой консолидации, необходимый для начала восстановления экономики, возобновления выдачи кредитов и в конечном итоге выхода из кризиса.

Рассмотренные в предыдущих разделах настоящей главы особенности внешнего долга, как правило, повышают степень уязвимости, связанной с финансовыми циклами. Возросшая открытость многих развивающихся стран по отношению к неудовлетворительно регулируемым международным финансовым рынкам в значительной мере является причиной накопления их внешнего долга и, соответственно, резкого повышения для них риска макроэкономической нестабильности. Теоретически, свободное движение потоков капитала может иметь антициклическое воздействие, позволяя развивающимся странам осуществлять заимствования в периоды экономического спада и погашать долги в периоды роста. Однако для этого необходимо, чтобы предложение капитала лишь реагировало на спрос со стороны развивающихся стран и поступающий капитал эффективно использовался ими в антициклических целях. На самом деле зачастую движущимися силами являются такие факторы предложения капитала в развитых странах, как их денежно-кредитная политика, восприятие риска и циклы изменения «кредитного плеча» банков этих стран (O'Connell, 2014). Так, с середины 1970-х годов все эпизоды массивного притока капитала в развивающиеся страны были обусловлены политикой денежно-кредитной экспансии, направленной на преодоление экономических спадов в ведущих развитых странах (Akyüz, 2012).

В условиях ограниченного спроса на кредиты и низких процентных ставок на внутренних

рынках финансовые учреждения развитых стран в стремлении к получению более высокой доходности перенаправляли часть кредита в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой (*ДТР за 2014 год*). Нередко объем этих потоков превышал тот уровень капитала, который большинство развивающихся стран могло бы продуктивно использовать (Haldane, 2011).

Таким образом, массивный приток капитала в страны с относительно небольшой экономикой приводил к буму на внутреннем рынке кредитования, значительному повышению цен на активы и удорожанию национальной валюты. Он также способствовал существенному увеличению импорта потребительских товаров и услуг, что вело к образованию дефицита по счету текущих операций и чрезмерному нарастанию задолженности, прежде всего в частном секторе. В случае изменения экономических условий и восприятия уровня риска в развитых странах или возникновения сложностей с выплатами по кредитам у отягощенных долгами развивающихся стран может произойти неожиданный отток капитала, что спровоцирует кризис внешнего долга. При резком падении обменного курса стоимость внешних долгов в пересчете на национальную валюту возрастает, что влечет неплатежеспособность тех экономических субъектов, чьи доходы в основном выражены в национальной валюте, а внешние обязательства не подкрепляются зарубежными активами. Широкая волна банкротств и в реальном, и в финансовом секторах экономики вынуждают центральные банки принимать меры, пытаясь сдержать кризис путем, в частности, мероприятий по спасению пошатнувшихся компаний, чрезвычайного финансирования и контрциклических мероприятий. В результате кризисы внешнего долга нередко становятся и кризисами государственного сектора. Даже в тех случаях, когда правительства сами не прибегали к масштабным иностранным заимствованиям в периоды бума, нередко они вынуждены брать на себя оплату безнадежных долгов частного сектора.

Неплатежи частых компаний по внешним долгам сами по себе особой проблемой не являются: пока эти долги не оказывают систематического воздействия на экономику в целом,

решение вопросов частных неплатежей требует лишь применения частного коммерческого права в той юрисдикции, где были выпущены долговые инструменты. В противоположность этому, проблемы суверенного внешнего долга специфичны в том смысле, что в случае дефолта для их урегулирования необходимы особые механизмы. Системные вопросы, возникающие в связи с суверенным долгом и дефолтом, и сопряженные с этим правовые и экономические проблемы рассматриваются в остальных разделах настоящей главы.

## 2. Ретроспективный анализ вопросов суверенного долга<sup>8</sup>

В некоторых отношениях суверенные заемщики уязвимее частных: в отличие от последних суверенные заемщики при невозможности обслуживать накопленный долг в установленный срок не могут прибегать к защите законов о банкротстве в целях реструктуризации долга или отсрочки платежей. С другой стороны, они менее уязвимы, чем частные заемщики, поскольку кредиторы не могут наложить арест на государственные активы для обеспечения платежа при невыполнении долговых обязательств. Дело в том, что в большинстве своем такие активы находятся под суверенной юрисдикцией и защищены внутренним законодательством. На активы, размещающиеся за границей, распространяются положения о суверенном иммунитете, ограничивающие круг активов, которые могут быть конфискованы по решению иностранного суда. Арестовываться могут только активы, связанные с осуществлением коммерческой деятельности, но не активы, используемые государством при осуществлении своих неотъемлемых функций, к числу которых относится накопление международных резервов. В результате основным способом урегулирования проблем суверенного долга исторически являлось проведение переговоров между правительствами стран-должников и их кредиторами, в рамках которых за основу бралась парадигма частного права.

Таким образом, на протяжении всего XIX столетия реструктуризация долга проводилась на двусторонней основе исключительно

должником и кредитором. Урегулирование кризиса не всегда проходило быстро и гладко, но взаимные интересы помогали сторонам прийти к соглашению. Как правило, девальвация национальной валюты не являлась возможным вариантом, поскольку в долговых инструментах нередко предусматривалась золотая оговорка, обязывающая государство-заемщик осуществлять платеж в золоте или его эквиваленте. С другой стороны, позиции кредиторов на переговорах ослаблялись тем, что в то время суверенный иммунитет соблюдался строже, чем в наши дни и им не хватало эффективных средств для координации своих требований. Даже с образованием вспомогательных структур, таких как Корпорация держателей иностранных облигаций (в Соединенном Королевстве) и позднее Совет по защите интересов держателей иностранных облигаций, им нередко не хватало государственной поддержки (Eichengreen and Portes, 1986; Feldmann, 1991; Adamson, 2002). Кроме того, они практически были лишены возможности использовать юридические правоприменительные средства, поскольку суверенный иммунитет соблюдался строже, чем в настоящее время, и эффективно защищал государства от таких правоприменительных действий, а порой и от судебных разбирательств. В целом случаи международного арбитража были редки, причем еще реже объектом такого разбирательства становились проблемы суверенного долга, а военные интервенции и «дипломатия канонок» все же оставались исключением<sup>9</sup>. Ввиду этого реструктуризация долга проходила в рамках парадигмы частного права, для которой было характерно проведение горизонтального диалога между относительно равными сторонами без вмешательства международных учреждений, представляющих те или иные более широкие общественные интересы.

Положение изменилось после Первой мировой войны, когда проблемы суверенного долга предстали в новом свете в контексте дефолтов Германии при осуществлении репарационных выплат, более широких экономических последствий Первой мировой войны для экономики других стран и в более общем плане пагубных последствий усиливающейся хрупкости международной валютной системы. Многосторонние усилия по предупреждению

кризисов суверенного долга и их разрешению в тех случаях, когда они все же разразились, на протяжении всего этого периода играли важную роль, выводя вопросы устойчивости долга и разрешения долговых проблем на международный уровень и повышая степень осознания международными партнерами общественных интересов, поставленных на карту при проведении переговоров об урегулировании проблем суверенного долга. На основе реализации плана Дауэса 1924 года и пришедшего ему на смену в 1929 году плана Юнга Соединенные Штаты взяли на себя инициативу в изыскании путей, которые бы позволяли урегулировать долговые проблемы Германии по осуществлению репарационных платежей после первой мировой войны, не создавая угрозы полного экономического краха и политической дезинтеграции этой страны. Другие попытки урегулирования проблем суверенного долга на многосторонней основе предпринимались Лигой Наций. Лига Наций, не имея средств для оказания финансовой поддержки государствам-должникам, у которых возникли проблемы, тщательно анализировала договорные положения, использовавшиеся при эмиссии суверенных облигаций, оказывала государствам-членам консультативную помощь по вопросам экономических реформ и контролировала осуществление своих рекомендаций, помогая отягощенным долгами государствам вновь вернуться на рынки капитала (Myers, 1945; Florez and Decorzant, 2012). Она даже учредила Комитет по международным кредитным соглашениям, который на систематической основе изучил вопросы суверенного долга в период 1935–1939 годов. В тот же период Постоянная палата международного правосудия помогла французским кредиторам добиться осуществления договорных прав на погашение Бразилией и Сербией своих обязательств золотом (Waibel, 2011). В целом, хотя при реструктуризации суверенного долга в значительной мере сохранялась консенсусная и горизонтальная структура переговоров между государствами-должниками и комитетами кредиторов, как правило, признавалась необходимость быстрого возврата государств-должников на рынки капитала, причем не в последнюю очередь после Великой депрессии и многочисленных порожденных ею суверенных дефолтов (Lindert and Morton, 1989; Feldmann, 1991; Reinhart and Rogoff, 2009).

С появлением после второй мировой войны бреттон-вудской системы сформировался новый международный экономический порядок, предоставлявший более широкие возможности для решения проблем суверенного долга, которые, правда, на протяжении всего бреттон-вудского периода стали возникать гораздо реже. Если некоторым странам, таким как Соединенное Королевство и Соединенные Штаты, удалось найти решение проблем своего преимущественно внутреннего долга (Grossman, 1988)<sup>10</sup>, то другие случаи реструктуризации долга стали предметом международного права. Как известно, в Лондонском соглашении 1953 года (см. вставку 5.1) о реструктуризации оставшегося с межвоенного периода внешнего долга Германии (как официального, так и частного) подчеркивалась важность значительного облегчения бремени задолженности, причем не только в интересах обеспечения экономического процветания страны-должника и ее экономических партнеров, но и в интересах глобальной политической стабильности и мира.

Для развивающихся стран и стран с формирующимся рынком, нуждающихся в реструктуризации своего двустороннего официального долга, Парижский клуб с середины 1950-х годов стал вполне полноценным форумом для переговоров (Cosio-Pascal, 2008). Однако, как представляется, на протяжении многих лет на переговорах по вопросам реструктуризации долга, проводившихся в рамках этой структуры, предпочтение отдавалось выплате долга кредиторам, а не мерам по облегчению долгового бремени (Eskridge, 1985).

Таким образом, в целом по-прежнему сохранялась парадигма частного права, хотя теперь аспекты глобальной общественной обеспокоенности по поводу степени устойчивости долга прослеживались более четко, чем на рубеже столетия. В этих условиях баланс сил на переговорах заемщиков и кредиторов сместился в пользу последних. Ряд законов, таких как Закон Соединенных Штатов о суверенном иммунитете иностранных государств

от 1976 года, Закон Соединенного Королевства о государственном иммунитете от 1978 года и другие аналогичные законодательные акты, принятые большинством стран Западной Европы, положили конец концепции абсолютного суверенного иммунитета. Другими словами, правительство, операции которого сочтены «коммерческими» и не относящимися к неотъемлемым функциям государства, не вправе требовать уважения суверенного иммунитета и может стать ответчиком в разбирательствах в иностранных судах<sup>11</sup>. Эти изменения приобрели особую актуальность в начале 1980-х годов, когда почти после 30-летнего перерыва опять стали возникать кризисы суверенного долга (Reinhart and Rogoff, 2009).

---

С 1970-х годов баланс сил на переговорах по реструктуризации долга сместился в пользу кредиторов, как частных, так и официальных.

---

### 3. Возникновение фрагментарной системы урегулирования внешнего суверенного долга

В основу выдвинутого в 1989 году плана Брейди легло признание того, что для долгосрочного решения проблемы непосильной долговой нагрузки развивающихся стран потребуется реструктурирование задолженности и облегчение долгового бремени. Для этого в рамках плана запущен процесс перехода от синдицированных банковских займов к облигационному финансированию внешнего долга без каких-либо посредников.

К концу 1980-х годов возрождение сомнений в том, что долг находится под контролем, заставило и Парижский клуб (см. ниже) разработать особый подход к задолженности бедных стран официальным кредиторам. В одобренных в 1988 году Торонтских условиях впервые было предусмотрено списание до 33% суммы задолженности по кредитам, полученным бедными странами не по линии ОПР. Впоследствии размер списания задолженности был увеличен в Лондонских условиях в 1991 году, в Неапольских условиях в 1994 году и в Кельнских условиях в 1999 году, соответственно, до 50%, 67% и 90%<sup>12</sup>. В одобренных в 2003 году Эвианских условиях

## Вставка 5.1

## ЛОНДОНСКОЕ СОГЛАШЕНИЕ ПО ВНЕШНЕМУ ДОЛГУ ГЕРМАНИИ

Лондонское соглашение, заключенное между Федеративной Республикой Германии (ФРГ) и ее кредиторами в Лондоне 27 февраля 1953 года, представляло собой соглашение об облегчении долгового бремени. Оно было необходимо для восстановления экономики Западной Германии вскоре после окончания второй мировой войны и стало важным фактором так называемого «послевоенного экономического чуда» в этой стране.

Соглашение распространялось на долги, накопившиеся у Германии в период до и после второй мировой войны. Чуть более 20 млрд. немецких марок из этого долга, включая проценты, приходилось на кредиты, полученные до 1939 года для выплаты репараций, согласованных после первой мировой войны; остальную часть (несколько более 16 млрд. немецких марок) составляли кредиты, предоставленные Соединенными Штатами на цели восстановления страны после второй мировой войны. Хотя переговоры велись только с ФРГ, предметом их являлся весь немецкий долг, унаследованный Федеративной Республикой Германией в полном объеме после второй мировой войны. Согласно Лондонскому соглашению немецкий долг был списан чуть более чем на 60% (включая процентные платежи) и доведен до уровня 14,5 млрд. немецких марок.

Лондонское соглашение следует рассматривать в контексте более широкой политики Соединенных Штатов в вопросах восстановления экономики Западной Европы после 1945 года. Уже в октябре 1950 года западные союзники подписали заявление по проблеме немецкого долга, где говорилось, что «три страны согласны в том, что план предусматривает надлежащее удовлетворение требований к Германии при условии, что его реализация не поставит под угрозу финансовое положение немецкой экономики в результате возникновения нежелательных последствий и не скажется чрезмерным образом на ее потенциальных валютных резервах. Первые три страны убеждены в том, что немецкое федеральное правительство разделяет их точку зрения и что восстановление платежеспособности Германии включает, в частности, адекватное решение проблемы немецкого долга с учетом экономических проблем Германии и с обеспечением справедливого характера переговоров для всех его участников» (цитируется по изданию Toussaint, 2006). Списание значительной суммы долга Западной Германии являлось одним из важных приоритетов западных союзников в программе послевоенного восстановления как средства обеспечения будущей экономической и политической стабильности страны и ее надежной интеграции в формирующийся блок союзников в холодной войне против Советского Союза. Помимо этих политических соображений, экономическая логика, положенная в основу данного соглашения, резко отличается от условий о проведении политики жесткой экономии, которые являются характерным элементом современных подходов к реструктуризации долга, например в случае Греции. Помимо собственно списания долга, об этом наглядно говорят конкретные меры и договоренности, предусмотренные в рамках Лондонского соглашения:

члены Парижского клуба предусмотрели возможность оказания индивидуальной помощи в снижении долговой нагрузки также развивающимся странам, не относящимся к категории БСВЗ (Paris Club, 2015).

Помимо этого, обратив внимание на проблему многостороннего официального долга, в 1996 году МВФ и Всемирный банк выдвинули Инициативу для бедных стран с высокой

задолженностью, которая в 1999 году была расширена. По условиям этой инициативы бедным странам с очень тяжелым долговым бременем были предложены помощь в уменьшении многосторонней задолженности и доступ к кредитованию на льготных условиях. Кроме того, МВФ постепенно либерализовал свою практику кредитования, предложив государствам, своевременно не погасившим обязательства перед частными кредиторами,

## Вставка 5.1 (продолжение)

- *Обслуживание долга и торговля:* Соглашение ограничивало сумму экспортных поступлений, которые ФРГ могла тратить на обслуживание долга, 5% от общего объема поступлений в любой отдельный год. Это заметно ниже долевых показателей, предусматривавшихся в целях обслуживания долга развивающихся стран в период с 1980-х годов, которые составляли порядка 8–20% от суммы поступлений от экспорта. Помимо этого, выплата долга увязывалась с наличием положительного сальдо торгового баланса и могла откладываться в случае образования у страны торгового дефицита, чтобы ей не нужно было прибегать к новым источникам заимствований и тем самым можно было не допустить формирования возможного порочного круга нарастания долга. В то же время эти положения также обеспечивали заинтересованность стран-кредиторов в расширении закупок экспортных товаров в Германии.
- *Процентные ставки и валютная деноминация:* процентные ставки по долгу ФРГ составляли от 0% до 3%, что опять-таки значительно ниже среднего уровня процентных ставок по долгу развивающихся стран в настоящее время. Следует упомянуть, что долг мог погашаться в немецких марках, а не в валютах кредиторов, что освобождало Германию от необходимости использовать свои валютные доходы от экспорта для выплаты долга.
- *Комплексный характер реструктуризации долга:* благодаря Лондонскому соглашению за столом переговоров оказалось подавляющее большинство кредиторов ФРГ, включая как официальных, так и частных кредиторов. Благодаря этому обеспечивался равный режим для кредиторов и оперативное решение вопросов, что позволило разработать четкий, комплексный долговременный план погашения долга. Частные кредиторы были лишены возможности отказаться от участия в этих договоренностях, с тем чтобы, спекулируя на немецких долговых инструментах, вынудить страну вступить в долгий процесс пересмотра задолженности и судебных тяжб.
- *Вариант пересмотра:* Лондонское соглашение прямо предусматривало для ФРГ возможность приостановить обслуживание долга и потребовать пересмотра условий соглашения в случае существенного изменения своего положения.

Таким образом, в процессе разработки соглашения однозначно учитывались экономические соображения, в основу которых была положена точка зрения, согласно которой необходимо было обеспечить и укреплять потенциал будущего роста страны-должника, с тем чтобы она могла обслуживать свой долг. Предварительным условием погашения долга выступали меры стимулирующей экономической политики, получавшие активную поддержку со стороны кредиторов. С учетом убедительных успехов, достигнутых ФРГ в ходе послевоенного восстановления, можно говорить о том, что Лондонское соглашение представляет собой конструктивный базовый формат как для частных, так и для официальных кредиторов нашего времени.

финансирование просроченной задолженности при условии их вступления в добросовестные переговоры со своими кредиторами. В результате постепенно стали появляться конкретные инструменты урегулирования проблемы вышедшего из-под контроля внешнего долга с двусторонними и многосторонними кредиторами, предусматривающие при необходимости проведение переговоров между официальными партнерами.

В то же время серия кризисов на развивающихся рынках, начавшихся в Мексике в 1994 году, потребовала от тех же самых учреждений вернуться к традиционным стратегиям. Предоставление ими новых кредитов увязывалось с готовностью получателей проводить политику жесткой экономии, «правильные» макроэкономические стратегии и структурные реформы. Поскольку эти официальные кредиты использовались странами главным

образом для того, чтобы не допустить дефолта по долгам перед частными кредиторами, они помогали странам не смягчать экономический спад или снижать свое долговое бремя, а спасать самих кредиторов. Высокая цена этих стратегий, ведущих к сокращению производства и чрезмерному ограничению существующего у стран пространства для маневра вызвала повсеместное недовольство механизмами урегулирования суверенного долга, заставив МВФ предложить создание подобного механизма для урегулирования обязательств стран-заемщиков перед частными инвесторами. После провала этой инициативы, которая была отвергнута не только частными кредиторами, но и правительствами Соединенных Штатов и некоторых стран – развивающихся рынков, проблемы частных внешних долгов продолжали решаться в арбитражах и путем переговоров непосредственно между должниками и кредиторами.

Все это привело к появлению нынешней фрагментарной системы урегулирования суверенных долговых обязательств, в рамках которой к разным видам внешнего суверенного долга (двустороннего и многостороннего, банковских кредитов и зарубежных облигационных займов) в случае возникновения трудностей применяются разные процедуры (UNCTAD, 2015). Парижский клуб является главной площадкой для переговоров по вопросам реструктуризации *официальной двусторонней задолженности* перед кредиторами из числа государств-членов. В этот клуб входят 19 развитых стран, каждая из которых является крупным кредитором развивающихся стран. Переговоры по вопросам среднесрочной и долгосрочной задолженности, в том числе по экспортным кредитам сроком свыше одного года, как правило, проводятся после того, как правительство страны-должника договаривается о получении займа у МВФ на соответствующих условиях, хотя в последнее время из этого правила было сделано несколько исключений. По итогам переговоров подписывается согласованный протокол с общими

условиями реструктурирования задолженности. Вслед за этим с каждым участвовавшим в переговорах правительством подписываются двусторонние соглашения, которые могут несколько отличаться друг от друга, следуя, тем не менее, общим руководящим принципам. Парижский клуб пытался разработать общие принципы реструктурирования задолженности на «сопоставимых условиях», в соответствии с которыми правительства стран-должников должны добиваться схожих условий и от других официальных кредиторов, не являющихся членами Парижского клуба, а также от зарубежных частных кредиторов<sup>13</sup>. Это требование не распространяется на внутреннюю и многостороннюю задолженность.

Многосторонние учреждения играют ключевую роль в урегулировании суверенной задолженности, несмотря на то, что *многосторонние долги*, как правило, не охватываются программами реструктуризации задолженности или облегчения долгового бремени. Участие МВФ, Всемирного банка и многосторонних банков развития, как правило, сводится к предоставлению чрезвычайной финансовой помощи в тех случаях, когда добровольное финансирование из частных источников прекращается или перестает быть доступным. В свою очередь такие учреждения получают статус привилегированного кредитора. Получение финансирования от этих учреждений зачастую ставится в зависимость от выполнения жестких и всеобъемлющих требований к политике, которые изначально были предназначены для того, чтобы соответствующие страны могли устранить существующие у них диспропорции и выплатить свои долги<sup>14</sup>. Таким образом, подписание кредитных соглашений с этими учреждениями (особенно с МВФ) является необходимым условием начала переговоров о реструктуризации задолженности или облегчении долгового бремени с другими кредиторами, поскольку сопутствующие таким соглашениям условия рассматриваются как обязательство страны-должника устранить причины своих долговых проблем.

---

В рамках нынешней фрагментарной системы урегулирования суверенных долговых обязательств к разным видам внешнего суверенного долга применяются разные процедуры.

---

Основным исключением из правила, согласно которому многосторонний долг не подлежит реструктуризации или сокращению, является задолженность бедных стран, оформленная главным образом в рамках Инициативы в интересах бедных стран с высокой задолженностью, которая была принята в 1996 году, расширена в 1999 году и углублена в 2005 году благодаря Многосторонней инициативе по облегчению бремени задолженности (МИОБЗ).

Изначально инициатива БСВЗ была направлена на то, чтобы позволить наиболее бедным странам вырваться из цикла пересмотра раз за разом сроков погашения задолженности. Ее цель заключалась в координации усилий заинтересованных кредиторов на основе обеспечения их широкого и равноправного участия, в первую очередь усилий многосторонних учреждений и официальных кредиторов из Парижского клуба, а также двусторонних официальных кредиторов, не входящих в Парижский клуб, и коммерческих кредиторов<sup>15</sup>. Последующие варианты этой инициативы, так или иначе направленные на расширение помощи, были связаны с результатами усилий самих стран-должников. Кроме того, был выработан более системный подход к количественной оценке приемлемости долговой нагрузки благодаря определению пороговых значений стандартных долговых показателей на основе опыта прошлых периодов, а также учету фактора внешних шоков. Последующие попытки уточнить методику оценки сопровождались критикой в отношении непрозрачности исходных посылок о том, что следует понимать под «хорошими» или «плохими» мерами политики и институциональными механизмами, а также хронической неспособностью четко определить, являлись ли приближающиеся долговые кризисы кризисами ликвидности или неплатежеспособности (Osampo et al., 2007).

Таким образом, реструктуризация долга официальным кредиторами в целом проводится в соответствии со сложившейся процедурой и практически не предполагает

возможности переговоров. Принципиально иной является ситуация с суверенным долгом частным кредиторам, состоящим из банковских кредитов и зарубежных облигационных займов. Вопросы, связанные с *банковскими кредитами*, обсуждаются в рамках Лондонского клуба – неофициальной группы международных коммерческих банков, созданной в 1976 году. В тех случаях, когда страна-заемщик просит провести реструктуризацию долга, в соответствии с процедурой, установленной Лондонским клубом, создается банковский консультативный комитет (БКК) под председательством ведущего банка, как правило, крупнейшего кредитора, чья основная задача состоит в координации переговорной позиции кредиторов. Этот консультативный комитет

в конечном счете достигает договоренности с правительством страны-должника и старается убедить все банки-кредиторы (даже те, которые не входят в БКК) присоединиться к этой договоренности. Поскольку Лондонский клуб не принимает обязательных решений и не имеет четких процедур голосования, в некоторых случаях для достижения договоренности требуются длительные переговоры, причем постоянно возникает проблема «безбилетников». И хотя переговорный процесс допускает значительную степень гибкости в рамках режима частного права, он сохраняет определенную связь с переговорами по официальному двустороннему или многостороннему долгу. Так, например, достижение кредитного соглашения с МВФ по сути является для правительства предварительным условием начала процесса реструктуризации его долга в Лондонском клубе, и, наоборот, отсутствие просроченных платежей частным банкам зачастую является условием подписания соглашения с МВФ. Что касается соглашений с Парижским клубом, то коммерческие банки обычно просят предоставить условия (т.е. условия облегчения долгового бремени), сопоставимые с теми, которые предлагаются официальными кредиторами. Такой подход часто критикуют за непрозрачность методики оценки «сопоставимости», а также

---

Происходивший в последние 20 лет явный отказ от синдицированных банковских кредитов в пользу зарубежных облигационных займов значительно усложнил процесс реструктуризации задолженности.

---

в конечном счете достигает договоренности с правительством страны-должника и старается убедить все банки-кредиторы (даже те, которые не входят в БКК) присоединиться к этой договоренности. Поскольку Лондонский клуб не принимает обязательных решений и не имеет четких процедур голосования, в некоторых случаях для достижения договоренности требуются длительные переговоры, причем постоянно возникает проблема «безбилетников». И хотя переговорный процесс допускает значительную степень гибкости в рамках режима частного права, он сохраняет определенную связь с переговорами по официальному двустороннему или многостороннему долгу. Так, например, достижение кредитного соглашения с МВФ по сути является для правительства предварительным условием начала процесса реструктуризации его долга в Лондонском клубе, и, наоборот, отсутствие просроченных платежей частным банкам зачастую является условием подписания соглашения с МВФ. Что касается соглашений с Парижским клубом, то коммерческие банки обычно просят предоставить условия (т.е. условия облегчения долгового бремени), сопоставимые с теми, которые предлагаются официальными кредиторами. Такой подход часто критикуют за непрозрачность методики оценки «сопоставимости», а также

за отсутствие механизма, позволяющего добиваться его применения на практике (UNCTAD, 2015).

Происходивший в последние 20 лет явный отказ от синдицированных банковских кредитов в пользу *зарубежных облигационных займов* значительно усложнил процесс реструктуризации задолженности. Тысячи держателей облигаций с несовпадающими интересами могут сталкиваться с разными нормативными ограничениями, при этом разные выпуски облигаций могут быть эмитированы в разных юрисдикциях. Как правило, проводятся неформальные переговоры в рамках комитетов, в которых представлены разные группы держателей облигаций<sup>16</sup>. Страна-заемщик предлагает обмен на облигации с более низкой номинальной стоимостью, более длинным сроком погашения и/или более низкой процентной ставкой. Могут быть изменены и другие основные характеристики облигаций: новые облигационные займы могут быть деноминированы в другой валюте, подпадать под действие другого юрисдикционного режима и включать в себя новые оговорки, например положения о коллективных действиях. Затем держатели облигаций голосуют за предложенный обмен и против него. Если первоначальные облигации содержали положения о коллективных действиях, то наличие квалифицированного большинства может сделать результаты голосования обязательными для всех держателей облигаций. Если же такие положения не были предусмотрены или если необходимого большинства достичь не удалось, то кредиторы, не принявшие условия обмена (уклоняющиеся от обмена держатели облигаций), могут потребовать более выгодных условий и даже полного погашения в судебном порядке.

Должники могут постараться заручиться более широким согласием с их предложением, настаивая на подписании «соглашений о выходе из облигаций», т.е. требуя от держателей облигаций, согласившихся на обмен, проголосовать за изменение условий непогашения облигаций,

чтобы сделать их менее ликвидными и менее привлекательными для уклоняющихся от обмена держателей. Они могут также установить порог участия, заявив, что их предложение о реструктурировании будет иметь силу лишь в случае согласия на него какого-либо минимального числа держателей облигаций. Это может побудить кредиторов, желающих прекратить мораторий и начать получать выплаты, попытаться убедить других кредиторов присоединиться к сделке. В то же время среди

держателей облигаций может найтись немало готовых продать облигации с дисконтом на вторичном рынке, не дожидаясь завершения переговоров. Все чаще на смену традиционным держателям облигаций приходят специализированные инвесторы (в том числе так называемые «фонды-стервятники»), которые не заинтересованы в достижении соглашения

и требуют полного погашения через суд. Как говорится ниже, это стало самой серьезной проблемой для реструктурирования задолженности.

---

Существующая система урегулирования долговых проблем зачастую задерживает оперативное принятие всеобъемлющих мер, которые не позволили бы кризису выйти из-под контроля.

---

#### 4. Неэффективный и несбалансированный подход к урегулированию долговых проблем

##### а) Запоздалые и малоэффективные меры

Для упорядоченного решения долговых проблем крайне важно, в частности, как можно раньше определить, сталкивается ли страна с кризисом ликвидности или платежеспособности. Существующая фрагментарная система не позволяет эффективно провести такую диагностику, зачастую задерживая оперативное принятие безотлагательных всеобъемлющих мер, которые не позволили бы кризису выйти из-под контроля.

По всей видимости, в рамках существующей системы ни правительства-заемщика, ни

кредиторы не заинтересованы в признании наличия чрезмерно высокой задолженности и необходимости скорейшего принятия комплексных мер (Buchheit et al., 2013). Если говорить о правительствах стран-заемщиков, то признать наличие такой задолженности им в первую очередь мешает то, что объявление моратория на выплату долга само по себе спровоцирует экономический кризис. Более того, кредиторы могут рассматривать ранний дефолт как некое стратегическое решение, направленное на снижение стоимости обслуживания долга, которое можно было бы избежать. Для правительств могут быть нежелательны связанные с дефолтом репутационные издержки, которые могут снизить для них доступность кредитов и перевесить все выгоды от этого шага. Все эти соображения могут заставить их откладывать необходимый дефолт до тех пор, пока он не станет «неизбежным», чтобы не вызывать сомнения в своей добросовестности и готовности платить по долгам. Наконец, довольно часто правительства не осознают в полной мере возрастающие риски, реагируя лишь тогда, когда кризис уже разразился.

В отличие от обычного кризиса ликвидности кредиторы также заинтересованы в том, чтобы отсрочить открытое признание кризиса платежеспособности, так как в случае возникновения проблем с платежеспособностью они не смогут рассчитывать на полное погашение выданных кредитов (за исключением, в определенной степени, многосторонних учреждений, имеющих статус привилегированных кредиторов). В силу этого частные кредиторы, как правило, вначале пытаются занизить масштабы долговых проблем. Официальным основанием для этого может являться первоначальный диагноз МВФ, который предоставляет чрезвычайную помощь (с 1980-х годов Фонд делал это во время каждого из серьезных долговых кризисов) и прогнозирует быстрое восстановление после проведения рекомендованных реформ. Эти прогнозы, как правило, оказываются слишком

оптимистичными (IMF, 2003b; ДТР за 2011 год, гл. III), однако служат аргументом в пользу гипотезы «проблем с ликвидностью». Как следствие, правительства стран-должников получают кредиты из официальных источников, в то время как частные кредиторы отказываются продлевать кредитные линии, настаивая на немедленном возврате средств. В результате предоставленные официальные кредиты могут не задерживаться у получателей, уходя на возврат частных долгов, а не на поддержку реальной экономики и возобновления роста. Именно для предотвращения такого неэффективного использования чрезвычайного финансирования в Устав МВФ было внесено правило,

в соответствии с которым «государство-член не может использовать общие ресурсы Фонда для покрытия значительного или продолжительного оттока капитала» (статья VI). С 1980-х годов при урегулировании кризисов суверенного долга это правило неоднократно игнорировалось.

#### *б) Асимметричные и проциклические процедуры урегулирования*

В отличие от частных компаний государства-должники не могут быть объявлены банкротами. В конечном счете, процесс урегулирования должен быть в первую очередь направлен на содействие скорейшему восстановлению экономики страны-заемщика и на сведение к минимуму социальных, политических и экономических издержек реформ. Для этого необходимы благоприятные международные условия, позволяющие странам-должникам осуществлять контрциклические стратегии, с тем чтобы восстановить свой потенциал обслуживания долга благодаря наращиванию инвестиций, производства и экспорта, а не сокращению импорта. Кроме того, политика стран должна быть направлена на то, чтобы снижать государственный долг благодаря увеличению государственных доходов, а не снижению расходов.

---

Поскольку кризисы неплатежеспособности воспринимались как кризисы ликвидности, предоставляемые правительствам стран-должников официальные кредиты шли на погашение частного долга, а не на содействие восстановлению роста.

---

С этой точки зрения существующая международная финансовая и денежно-кредитная система не отвечает чаяниям и характеризуется рецессионным уклоном. Это подтверждают заключаемые с МВФ «соглашения о резервном кредитовании», стандартная практика в рамках которых обычно предусматривает жесткие бюджетные и кредитно-денежные меры экономии в соответствии с теорией совокупного спроса. В основе этой теории лежит та посылка, что отрицательное сальдо по счету текущих операций и вызванная этим внешняя задолженность связаны с тем, что уровень совокупного спроса (внутреннего потребительского и инвестиционного спроса) превышает общий объем производства (Mussa and Savastano, 1999).

Новым видом требований в дополнение к обычным условиям корректировки макроэкономических параметров, которыми МВФ сопровождает свои программы кредитования, стали требования проведения структурных реформ. В своих разных формах эти программы, как и прежде, предусматривают принятие мер, следствием которых становится замедление роста, а также общее свертывание программ государственного вмешательства в экономическую и финансовую сферу в русле всеобъемлющей политики либерализации и приватизации. Помимо мер макроэкономической адаптации и структурных реформ третьим ключевым элементом проводимых при поддержке МВФ программ является привлечение достаточного притока зарубежного финансирования. В результате эти программы обычно содержат требования к странам – получателям помощи своевременно обслуживать свои долговые обязательства и ликвидировать просроченную задолженность, накопленную до утверждения программы. Таким образом, вместо того, чтобы привлекать к реструктуризации долгов частных кредиторов, МВФ включил в число своих обычных условий требование обслуживать частную задолженность.

Есть мнение, что такие условия практически никак не способствовали стабилизации

долговой нагрузки благодаря ускорению роста и по большей части были контрпродуктивными. МВФ стал постепенно признавать ошибочность выдвигания подобных условий в кризисных ситуациях, подчеркивая, что меры бюджетной экономии в периоды спада порождают больше издержек, чем предполагалось ранее, ввиду того, что мультипликатор бюджетных расходов имеет более высокое значение, предположение о взаимозаменяемости государственного и частного спроса вызывает сомнения, а снижение государственных расходов автоматически не компенсируется увеличением частного спроса (IMF,

2012). МВФ также признал, что выдвигаемые им жесткие условия и сложная процедура получения кредитной поддержки не отвечают задачам предотвращения и преодоления кризиса внешней задолженности, вызванного резкими колебаниями сальдо баланса движения капитала. В результате он стал открывать новые линии кредитования с меньшим набором условий, которые должны стать «запасной страховкой» для членов на тот случай, если они окажутся затронуты кризисными явлениями (IMF, 1997, 2004; Осамро, 2015)<sup>17</sup>. Однако пока его новые кредитные линии активно не используются<sup>18</sup>, и они не позволяют удовлетворять потребности наиболее уязвимых стран, в том числе тех, которые уже столкнулись с кризисом внешней задолженности (*ДТР за 2001 год*).

- с) *Увеличение числа судебных процессов с участием уклоняющихся от сотрудничества кредиторов*

Многие ожидали, что быстрое развитие облигационного финансирования на рынках внешнего долга после обнародования плана Брейди приведет к стабилизации ситуации с внешними долгами благодаря дисциплинирующему влиянию рыночных механизмов и достаточных правовых гарантий у кредиторов. Так, в облигационные контракты стали включаться имеющие исковую силу положения, предусматривающие отказ от суверенного

---

Процесс урегулирования  
долгового кризиса должен  
быть в первую очередь  
направлен на восстановление  
экономики и на сведение  
к минимуму издержек  
реформ...

---

иммунитета. Как отмечалось выше (см. подраздел D.2), в ряде юрисдикций государство утратило возможность требовать распространения иммунитета на операции, очевидно носящие коммерческий характер. Кроме того, в 2004 году нью-йоркские законодатели открыли новые возможности перед так называемыми фондами-стервятниками, серьезно ограничив действие доктрины, запрещающей приобретение долговых обязательств с единственной целью получить право на обращение в суд (доктрины «чемперти»)¹⁹.

В условиях такого усиления позиций кредиторов фонды-стервятники стали процветать. Стратегия этих фондов заключается в том, чтобы скупать облигации, по которым был допущен дефолт, со значительной скидкой, а затем агрессивно преследовать правительства в судебном порядке, требуя от них погашения долга по номинальной стоимости, а также выплаты процентов по просроченным обязательствам и покрытия судебных издержек, получая при этом прибыль в 300–2 000%²⁰. Как отмечают Шумахер и соавторы (Schumacher et al., 2014), реструктурирование задолженности в судебном порядке по искам не идущих на сотрудничество кредиторов становится все более распространенной практикой: в 1980-х годах подобным образом урегулировалось лишь 5% долговых проблем, а в 2010 году – уже почти 50%, причем капитальная сумма долга, взыскиваемого в судебном порядке, достигла в 2010 году 3 млрд. долларов. В период с 1976 по 2010 год лишь в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве, двух странах, где размещается большая часть суверенных облигационных займов, коммерческие кредиторы подали примерно 120 исков (против 26 допустивших дефолт правительств). Подача исков, в том числе против Эквадора²¹ и Греции²², свидетельствует о том, что с тех пор эта тенденция не изменилась.

Судебные иски со стороны уклоняющихся от сотрудничества кредиторов особенно негативно сказываются на многосторонних усилиях

по облегчению долгового бремени, направленных на то, чтобы снизить внешний долг бедных стран с высокой задолженностью²³. На практике такого рода судебные разбирательства существенно сужают и без того ограниченное пространство для маневра в бюджетной политике, которое удалось получить благодаря облегчению долгового бремени и которое необходимо для сокращения нищеты и ускорения экономического развития этих стран. С 1999 года по меньшей мере 18 бедных стран с высокой задолженностью стали объектом угроз или исков со стороны таких кредиторов, которые, по оценкам, в конечном итоге вылились более чем в 50 судебных процессов²⁴. Например, в деле против Замбии базирующийся на Виргинских Островах фонд-стервятник «Донегал интернэшнл», скупивший долговые обязательства на сумму в 3,28 млн. долл., подал иск против должника на всю номинальную

стоимость его обязательств, составляющую 55 млн. долларов. Несмотря на резкое политическое и моральное осуждение, Высокий суд Англии и Уэльса постановил, что правительство должно выплатить фонду-стервятнику 15,4 млн. долл., т.е. 65% от той суммы, которую Замбии удалось

...однако такие процессы имеют рецессионный уклон в силу тех условий, которыми сопровождаются программы кредитования по линии МВФ и других официальных источников.

сэкономить благодаря помощи в облегчении долгового бремени мерам, полученной в 2006 году по линии ИБЗМ²⁵. В ответ на это в Соединенном Королевстве был принят закон, запрещающий подавать иски против бедных стран с высокой задолженностью на сумму сверх той, которую уклоняющийся от сотрудничества кредитор получил бы, согласившись на реструктуризацию²⁶.

Иски фондов-стервятников свидетельствуют о существовании коллизии между чисто частноправовой парадигмой, заключающейся в том, что контракты должны исполняться любой ценой, и логикой публичного права, призванной учитывать более широкие социально-экономические последствия правовых решений. Суды, как правило, вставали на сторону уклоняющихся от реструктуризации кредиторов в ущерб не только стабильности ситуации с суверенным долгом и интересам

стран-должников, но и держателей облигаций, желающих достичь реалистичной договоренности. Их главный аргумент состоял в том, что большинству готовых к сотрудничеству кредиторов нельзя позволить менять финансовые условия контрактов других кредиторов, если эта возможность не предусмотрена конкретными договорными положениями. Суды Соединенных Штатов последовательно склонялись к тому, что в отсутствие договорных норм, предусматривающих принятие решений большинством голосов, верховенство имеет принцип «нерушимости контракта», согласно которому для того, чтобы решение о реструктурировании задолженности имело обязательную силу для всех кредиторов, оно должно быть принято единогласно<sup>27</sup>. Ссылки государств-должников на состояние необходимости отклонялись большинством судов во всем мире, будь то национальными судами или арбитражными инстанциями, действующими в рамках механизма урегулирования споров между инвесторами и государством<sup>28</sup>.

В редких случаях фактор стабильности долговой ситуации принимался во внимание судами. Рассматривая потенциальные глобальные последствия реструктуризации, в ряде случаев суды Соединенных Штатов признавали наличие законного интереса в реструктурировании задолженности в целях поддержания финансовой стабильности<sup>29</sup>. В других юрисдикциях необходимость контроля за тем, чтобы долговая ситуация не вышла из-под контроля, встретила более широкое понимание судебных органов, которые защищали решения государств-должников об отказе от погашения долга в целях защиты основных прав человека своих граждан<sup>30</sup>. Однако эти случаи не оказали существенного влияния на общую практику и впоследствии были перечеркнуты хорошо известным решением в деле «Эн-эм-эл капитал, лтд.» и др. против Аргентинской Республики, в котором суд решительно встал

на сторону выступавших против реструктуризации кредиторов.

В этом деле наглядно проявились два основных фактора, которые облегчают уклоняющимся от сотрудничества кредиторам отстаивание своих интересов в суде и угрожают долговой ситуации. Первый фактор связан с использованием «удобной» судебной инстанции, т.е. с наличием у отказывающихся

---

Судебные иски уклоняющихся от сотрудничества кредиторов и недавние судебные решения, запрещающие правительствам выплачивать реструктурированную задолженность, еще больше осложняют и без того непростую процедуру реструктурирования долгов...

---

от сотрудничества кредиторов возможности искать устраивающих их судей. Таким образом кредиторы Аргентины смогли найти симпатизирующих им судей не только в Соединенных Штатах, но и в Конституционном суде Германии<sup>31</sup>, Верховном суде Соединенного Королевства<sup>32</sup> и Международном центре по урегулированию инвестиционных споров<sup>33</sup>. Устраивающего их судью они нашли даже в Гане<sup>34</sup>.

Второй фактор связан с чрезвычайно расширительным толкованием положения *pari passu*, которое широко используется в кредитных соглашениях с государствами. В традиционном понимании его смысл заключается в том, что ни один из кредиторов по необеспеченному долгу не должен иметь преимущественных прав над другими кредиторами (Buchheit and Pam, 2004). Однако занимавшийся делом «Эн-эм-эл капитал, лтд.» и др. против Аргентинской Республики судья, руководствуясь выводами рассматривавшегося ранее бельгийского дела<sup>35</sup>, истолковал положение *pari passu* как обязывающее Аргентину производить пропорциональные выплаты «Эн-эм-эл» каждый раз, когда она погашает обязательства перед согласившимися на реструктуризацию держателями облигаций<sup>36</sup>. Если быть более конкретным, решение окружного суда запрещает любым финансовым посредникам сотрудничать с Аргентиной в вопросах погашения задолженности перед держателями биржевых облигаций, если они не были уведомлены о том, что уклоняющиеся от реструктуризации кредиторы получили пропорциональный платеж.

Это судебное решение угрожает долговой ситуации с трех точек зрения. Во-первых, по сравнению с сегодняшним днем оно серьезно осложняет реструктуризацию задолженности в будущем, давая кредиторам дополнительные основания не соглашаться на такую реструктуризацию. Постановление суда не только усиливает переговорные позиции кредиторов, помогая им добиваться полного погашения долга, но и не позволяет тем кредиторам, которые соглашаются на реструктуризацию задолженности, быть уверенными в том, что с ними в конечном счете рассчитаются. Во-вторых, поскольку сфера деятельности многих финансовых посредников носит глобальный характер, это решение может иметь и глобальные последствия. В-третьих, в своем решении суд защищает лишь права кредиторов и игнорирует более широкие социально-экономические последствия своих требований к стране-должнику производить пропорциональные выплаты, даже несмотря на то, что это может привести к дефолту Аргентины по своим долговым обязательствам. Как бы ни складывалась ситуация, это решение серьезно осложняет доступ страны к внешнему финансированию в будущем и, следовательно, омрачает перспективы ее роста.

Помимо Аргентины уклоняющиеся от сотрудничества кредиторы осложнили и недавнюю реструктуризацию греческого долга. Обычно вызванные нежеланием участвовать в реструктуризации иски подаются в связи с долговыми обязательствами, эмитированными в соответствии с законодательством зарубежных государств, которое государство-должник не может изменить в одностороннем порядке. В 2012 году под эгидой Европейского фонда финансовой стабильности Греция реструктурировала долг в размере 206 млрд. долл., предложив держателям облигаций новые бумаги с 75-процентным дисконтом под более низкий процент и с более длительным сроком погашения. С обменом облигаций согласились 97% кредиторов.

Эмиссия облигаций регулировалась греческим правом, и постфактум на них было законодательно распространено действие положения о коллективных действиях (ПКД), чтобы облегчить реструктуризацию долгового портфеля. Непосредственно перед обменом облигаций на новые бумаги с дисконтом фонды-стержвятники приобрели греческие облигации, выпущенные в соответствии с законодательством Соединенного Королевства, которое не позволяло Греции задействовать ПКД. Спустя месяц после завершения обмена греческое правительство решило выплатить 435 млн. евро тем инвесторам, которые отказались участвовать в реструктуризации. В июне и июле 2013 года греческое правительство перечислило отказавшимся от сотрудничества кредиторам еще два более крупных платежа в размере, соответственно, 790 млн. евро и 540 млн. евро.

#### *d) Роль условных обязательств в реструктуризации суверенного долга*

Наконец, следует кратко остановиться на еще одной проблеме, вызывающей в последнее время все большую обеспокоенность, а именно на проблеме условных суверенных обязательств и подходов к ним в рамках реструктуризации задолженности (см. Buchheit and Gulati, 2013). Условные суверенные обязательства предполагают, как правило, гарантии погашения долга третьим сторонам, предоставленные либо в положительно выраженной форме на основании формального соглашения, либо подразумеваемым образом в рамках неформальных или полуформальных договоренностей, сигнализирующих кредитору, что государство-эмитент знает о сделке и не возражает против нее. Еще одна даже менее формальная разновидность условного обязательства государства вытекает из его роли кредитора последней инстанции в периоды долговых кризисов. Как уже отмечалось, в силу особенностей недавнего долгового кризиса развивающихся стран довольно высока вероятность того, что, если такой кризис начнется

---

...Решения по таким искам демонстрируют абсолютное неуважение суверенитета заемщика и интересов третьих сторон, игнорируя возможные социально-экономические последствия для экономики страны-должника.

---

в частном секторе экономики, то, по крайней мере, часть частного долга фактически окажется «национализирована».

Гарантии третьим сторонам практически по определению не указываются в государственных балансах именно в силу того, что они представляют собой обязательства, обусловленные способностью первичного заемщика обслуживать свой долг. Вместе с тем такая практика позволяет удерживать официальные относительные показатели суверенного долга на низком уровне, обеспечивая тем самым дальнейший доступ к будущим займам, в частности, когда государство уже имеет высокий уровень задолженности, по крайней мере в глазах рынка. Предварительные данные свидетельствуют о том, что после глобального финансового кризиса 2008–2009 годов объем условных

суверенных обязательств серьезно вырос, хотя в основном это касается стран Западной Европы (Buchheit et al., 2013).

Пока неясно, каким образом растущий объем этих условных обязательств может быть включен в процесс реструктурирования суверенной задолженности. В этой связи трудно припомнить хоть один подходящий прецедент. Хотя суверенные государства могут временно использовать в своих интересах фактор новизны данной проблемы и отсутствия известных путей ее решения в контексте реструктурирования задолженности, в более долгосрочной перспективе игнорирование условных обязательств может обойтись довольно дорого не только суверенным государствам, но и всем сторонам процесса реструктуризации.

---

## Е. Альтернативные механизмы реструктурирования задолженности<sup>37</sup>

---

Необходимость облегчения процесса реструктурирования суверенного долга стала получать более широкое признание после глобального финансового кризиса. Эта проблема не нова. Однако до 2008 года преобладала точка зрения, что чем дороже обойдется дефолт по суверенным долговым обязательствам, тем меньше вероятность того, что такой дефолт случится (см. Buchheit et al., 2013). Согласно этой точке зрения, любое снижение цены дефолта будет подталкивать правительства к тому, чтобы занимать как можно больше и не платить по долгам. Это, в свою очередь, будет снижать их кредитоспособность и ограничивать для них доступ к зарубежным заемным средствам. Однако, как говорилось выше, опыт последних лет показал, что правительства чаще стремятся не реструктурировать свои долги, а, наоборот, отложить столь необходимую реструктуризацию.

В настоящем разделе анализируются предложения, как повысить эффективность подхода к реструктурированию суверенного долга и как такая реструктуризация может облегчить успешное и всеобъемлющее урегулирование долгов, оставаясь при этом политически осуществимой. В целом существуют три типа подходов к реструктурированию государственного долга, а именно: рыночный подход, в котором упор делается на совершенствовании уже существующих механизмов, основанных на договорном праве, квазиинституциональный подход, предполагающий использование международных принципов «мягкого права», на которых должен строиться и на которые должен опираться процесс реструктуризации, и нормативный подход, направленный на выработку таких правил и процедур реструктурирования суверенной задолженности, которые были бы обязательными к применению на

международном уровне. Конечной целью такого подхода является заключение имеющего обязательную юридическую силу многостороннего договора.

Эти предложения отличаются друг от друга по ряду важнейших аспектов механизмов реструктуризации суверенного долга: какие виды долговых обязательств они должны охватывать, какова должна быть степень координации и централизации в рамках данных механизмов, насколько открытыми и прозрачными они должны быть, должны ли они предусматривать возможность обращения в суд в случае невозможности достижения добровольной договоренности и насколько последовательными должны быть результаты различных процедур реструктуризации задолженности.

### 1. Договорный или рыночный подход

Ряд известных предложений по облегчению реструктуризации суверенной задолженности направлен на сохранение используемых рыночных подходов путем уточнения и совершенствования их правовых основ, в частности положений о коллективных действиях в облигационных контрактах (IMF, 2014). Другие предложения предусматривают включение положений об условных платежах и уточнение положений *pari passu* (о равноправии держателей акций), особенно после продолжающегося аргентинского дела, а также механизмы ограничения участия кредиторов в реструктуризации в долговых соглашениях посредством решения вопроса о свопах суверенного кредитного дефолта. Принцип условных платежей самого механизма реструктуризации суверенной задолженности напрямую не касается, но предполагает, что будущие платежи суверенных заемщиков должны производиться при наличии определенных фактических

экономических условий, например, путем использования облигаций с привязкой к индексу валового внутреннего продукта или условно-конвертируемых облигаций.

Главное преимущество такого рыночного подхода состоит в том, что реструктуризация долга остается добровольной и производится, по крайней мере теоретически, на основе взаимного согласия. Кроме того, он закладывает основу для проведения поэтапных реформ в том смысле, что широкомасштабное внедрение этих договорных предложений может помочь стабилизировать долговую ситуацию, снизить неопределенность относительно возможных вариантов развития событий и подготовить почву для более серьезных реформ.

Вместе с тем положения о коллективных действиях имеют и некоторые серьезные недостатки. Как показывает пример Греции, традиционно положения о коллективных действиях распространяются на одну серию облигаций и требуют согласия квалифицированного большинства держателей облигаций каждой серии, и уклоняющиеся от реструктуризации кредиторы могут легко обойти эти положения путем покупки миноритарного блокирующего пакета. Комплексные положения о коллективных действиях, предусматривающие двойное квалифицированное большинство – т.е. большинство держателей облигаций каждой серии и большинство держателей всех охватываемых предложением о реструктуризации серий облигаций, – могут снизить, но не исключить вероятность таких действий. Однако даже самые лучшие простые положения о коллективных действиях, не требующие голосования по каждой серии облигаций, не могут гарантировать того, что уклоняющиеся кредиторы не найдут способов блокировать необходимое соглашение (Galvis and Saad, 2004).

Такие положения о коллективных действиях требуют участия держателей 75% всех охватываемых предложением о реструктуризации категорий непогашенных долговых

---

Хотя такие рыночные инструменты, как положения о коллективных действиях, и могут помочь в реструктурировании задолженности, они не предотвращают кризисов и не предлагают механизмов их урегулирования.

---

обязательств. Хотя задача приобретения блокирующего миноритарного пакета может оказаться сложной даже для очень крупных инвесторов, эти положения, которым еще предстоит пройти проверку практикой, требуют, чтобы в соглашении о реструктуризации всем кредиторам были предложены равные условия вне зависимости от того, какими были условия прежних облигаций. Без такого требования реструктуризация вполне может быть проведена за счет держателей отдельных серий облигаций. В то же время данное требование создает предпосылки для дискриминации отдельных кредиторов. Равный подход ко всем кредиторам в соглашениях о реструктуризации долгов неизбежно поставит в невыгодное положение тех, кто по сравнению с большинством имел до реструктуризации лучшие условия, например кредиторов, являющихся держателями инструментов с длительным сроком погашения. В конце концов даже простые положения о коллективных действиях третьего поколения не лишены структурных дефектов (Bohoslavsky and Goldmann, 2015).

Чисто договорный подход с акцентом на положения о коллективных действиях имеет ряд дополнительных недостатков. В некоторых странах для применения таких положений необходимы изменения в законодательстве, призванные защитить их от судебного пересмотра типовых формулировок. Многие правовые режимы защищают договаривающиеся стороны от типовых формулировок, навязываемых одной из сторон, которые неоправданно ущемляют права другой стороны. Необходимо на законодательном уровне закрепить, что некоторые положения о коллективных действиях не относятся к данной категории. Кроме того, положения о коллективных действиях применяются только к облигационным займам и не могут помочь государствам-должникам, имеющим значительную многостороннюю, двустороннюю или банковскую задолженность. Помимо этого, постоянную обеспокоенность вызывают

---

Основные принципы реструктуризации суверенного долга и восстановления устойчивости долга можно закрепить во внутренних правовых системах и применять в контексте международного права.

---

проблемы координации действий различных категорий кредиторов и то, что «безбилетники» могут воспользоваться недостаточной скоординированностью таких действий. Кроме того, положения о коллективных действиях отличает очень узкий подход к вопросам суверенного долга. Они не предотвращают кризисов и не предлагают ни инструментария для их урегулирования, ни временного финансирования на период реструктуризации задолженности (Krueger and Hagan, 2005). Наконец, положения о коллективных действиях не дают гарантий того, что результаты переговоров, которые зависят от переговорных позиций каждой из сторон, обеспечат долговременное решение, ориентированное на возобновление роста.

## 2. *Необходимость международно признанных принципов реструктурирования суверенной задолженности*

Принципиальная цель данного подхода заключается в выработке признанного на международном уровне механизма реструктуризации суверенной задолженности (МРСЗ) и в соответствующем повышении уровня координации и, возможно, централизации такой реструктуризации по сравнению с договорным рыночным подходом. В отличие от нормативного подхода (см. ниже) он в основном опирается на принципы «мягкого права» или руководящие принципы международного публичного права. В своих резолюциях, касающихся приемлемости внешнего долга и развития, Генеральная Ассамблея неоднократно призывала изучить такой более совершенный подход к созданию механизмов реструктуризации суверенной задолженности на основе существующих систем и принципов при широком участии кредиторов и должников<sup>38</sup>. Один из примеров подобных принципов

можно встретить в дорожной карте ЮНКТАД и руководстве по урегулированию суверенной задолженности (UNCTAD, 2015).

Используя подход, основанный на «мягком праве», можно было бы определить ряд принципов реструктуризации суверенного долга и решения проблемы выхода долговой ситуации из-под контроля. Под такими общими правовыми принципами обычно понимаются неписаные правила поведения или обычаи. Они должны найти отражение в большинстве внутренних правовых систем и применение в контексте действующего международного права. Речь идет о следующих основных принципах реструктуризации суверенного долга:

- **Суверенитет** – этот основополагающий принцип закрепляет за государствами право проводить самостоятельную политику и самим вести свои внутренние дела, действуя в интересах общества. Этот принцип лежит в основе любой внутренней правовой системы и служит фундаментом, на котором строятся экономические и политические отношения на международном уровне. Продолжаются споры по вопросу о том, при каких условиях международные органы могут принимать решения, затрагивающие интересы государств или отдельных граждан.
- **Легитимность**, под которой понимается юрисдикция государства над своими гражданами (или международного или наднационального органа над своими членами) и процедуры формирования, использования и сохранения соответствующих полномочий. В контексте МРСЗ под этим принципом понимаются полнота, всеобщность, предсказуемость и ответственность. В его основе лежит мнение о том, что МРСЗ должен учитывать и исправлять тенденцию, в рамках которой суверенный иммунитет все меньше и меньше защищает государства, которые все чаще сталкиваются с необходимостью исполнять решения международных организаций и других структур, например комитетов кредиторов.
- **Беспристрастность**, т.е. принцип отсутствия предвзятости. Это облегчает признание решений благодаря появлению или укреплению доверия к действующим лицам и учреждениям. Данный принцип тесно связан с принципом легитимности. В контексте урегулирования проблемы суверенной задолженности принцип беспристрастности касается учреждений, участвующих в данном процессе, их финансового положения, выбора и действий их сотрудников и имеющейся в их распоряжении информации. основополагающая идея заключается в том, что урегулирование суверенных долговых проблем должно проходить в нейтральной обстановке, в частности в том, что касается оценки приемлемости долговой нагрузки и решений об условиях реструктурирования долга.
- **Прозрачность**, которая имеет два измерения, особенно актуальные тогда, когда речь идет об урегулировании суверенного долга: прозрачность данных о состоянии дебиторской и кредиторской задолженности, прогнозов, лежащих в основе предлагаемой реструктуризации и показателей, используемых в контексте реструктурирования долга, и институциональная прозрачность, помогающая избежать той атмосферы секретности, которая окружала некоторые долговые переговоры в прошлом.
- **Добросовестность**, включающая в себя основные требования справедливости, честности и благонадежности, которая широко признается как один из общих принципов права. Добросовестность означает, что правовые и экономические результаты урегулирования суверенного долга отвечают законным ожиданиям. Таким образом, этот принцип оказывает особенно серьезное влияние на все процессуальные стороны разгрузки долга – от введения моратория на выплаты до приостановки судопроизводства и противодействия уклоняющимся от реструктуризации кредиторам.
- **Устойчивость** – суверенный долг считается устойчивым, если его обслуживание не накладывает серьезные ограничения

на социально-экономическое развитие страны. С точки зрения экономики это означает, что лишь устойчивый и объединяющий рост создает необходимые долговременные условия для обслуживания внешней задолженности и что требования, сопутствующие реструктуризации суверенного долга, не должны ослаблять поступательную динамику роста. Принцип устойчивости является общим (по крайней мере, формирующимся) принципом права. За последние несколько десятилетий концепция устойчивости вышла за рамки природоохранного регулирования, затронув и другие сферы политики, в том числе сферу политической экономии. Сегодня она характеризует крупные сегменты внутренней политики, получив признание на многих международных форумах и во многих резолюциях.

Опираясь на квазиинституциональные общие принципы, сторонники такого подхода выдвинули ряд предложений по структурированию институциональных аспектов общих или руководящих принципов реструктуризации суверенных долгов. Согласно одной из точек зрения, переговоры по реструктуризации будут и впредь проходить в рамках уже действующих форумов или на индивидуальной основе, но их будет контролировать и координировать новый независимый орган, например, форум по вопросам суверенного долга (частная организация), или орган по урегулированию задолженности (созданный в ходе многостороннего процесса)<sup>39</sup>. Сторонники другой, хотя и дополняющей первую, точки зрения отмечают полезность создания квазиинституционального МРСЗ на уровне судебного или арбитражного разбирательства, не высказываясь при этом за заключение многостороннего договора. Речь идет главным образом о поощрении и использовании конкретных правил и процедур или применении общих принципов в рамках специальной процедуры арбитражного разбирательства.

Привлечь принципы общего или «мягкого» права в контексте механизмов реструктуризации суверенной

задолженности можно, в частности, в рамках законодательства государств, такого как закон об облегчении долгового бремени развивающихся стран 2010 года, принятого в Соединенном Королевстве, который направлен на решение проблем, связанных с судебными исками уклоняющихся от сотрудничества держателей облигаций. Аналогичным образом в июле 2015 года парламент Бельгии принял закон о борьбе с действиями «фондов-стервятников»<sup>40</sup> в целях предотвращения наносящих ущерб спекуляций со стороны таких фондов (вставка 5.2). Такое использование законодательства может быть особенно результативным, если его основополагающие принципы возьмут на вооружение те страны, в чьих валютах сегодня деноминирована основная часть долговых обязательств. Очевидной недостатком такого подхода, безусловно, кроется в опасности отсутствия единообразия, координации и последовательности в его применении в разных странах, а также того, что ему будут следовать лишь немногие страны.

В целом квазиинституциональный подход, основанный на «мягком праве» и уходящий при этом корнями в международное публичное право, безусловно, является еще одним шагом вперед в создании более постоянной, не столь фрагментарной, более прозрачной и предсказуемой системы МРСЗ. Он хорош тем, что в значительной степени развивает уже существующие механизмы проведения переговоров и реструктуризации. В будущем такой подход можно было бы применять шире, если бы он привлек достаточное число сторонников. Вместе с тем этот подход страдает, хотя и в меньшей степени, таким же основным недостатком, что и договорный подход, а именно тем, что названные выше принципы не являются обязательными и при этом отсутствуют гарантии того, что критическая масса сторон объявят о более долгосрочной приверженности таким принципам. Эта проблема может быть решена только в рамках всеобъемлющего многостороннего нормативного подхода.

### БЕЛЬГИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО, КАСАЮЩЕЕСЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ «ФОНДОВ-СТЕРВЯТНИКОВ»

В июле 2015 года бельгийский парламент подавляющим большинством голосов принял закон о борьбе с действиями фондов-стервятников. Главным в этом новом законе – максимальный размер суммы, которую так называемые фонды-стервятники могут получить по государственным облигациям близких к дефолту стран, приобретенным на вторичном рынке с большой скидкой. Закон наделяет бельгийские суды правом запрещать фондам-стервятникам требовать выплат сверх той дисконтированной рыночной цены, которую они заплатили за государственные облигации, например, первоначальной номинальной стоимости.

До него в марте 2013 года в Бельгии было принято законодательство, нацеленное на предотвращение присвоения кредиторами средств, предназначенных на цели развития (статья 36 закона о сотрудничестве в интересах развития). Более конкретно, новый закон против фондов-стервятников создает правовую основу предотвращения того, чтобы не идущие на сотрудничество держатели облигаций получали «неправомерные преимущества», под которыми понимается явное несоответствие между суммой, выплаты которой добивается кредитор, и номинальной стоимостью долговых обязательств. Важным достоинством этого закона является то, что в нем определяются важнейшие характеристики фондов-стервятников и тот контекст, в котором их действия являются неприемлемыми. По закону, если на основе вышеуказанного определения будет установлен факт получения кредитором «неправомерного преимущества», бельгийский суд может запретить любую очередность выплат, дающую кредитору необоснованные преимущества, в случае соблюдения хотя бы одного из следующих условий: i) скупка долга имела место в тот период, когда суверенный должник был неплатежеспособен или в состоянии дефолта или когда его неплатежеспособность или дефолт были неизбежны; ii) официальная штаб-квартира кредитора находится в общеизвестном налоговом убежище; iii) кредитор уже обращался в судебные инстанции, добиваясь возмещения перекупленных долгов; iv) суверенный заемщик принимал участие в реструктурировании задолженности, от которой отказался кредитор; v) кредитор воспользовался долговыми проблемами суверенного заемщика для того, чтобы добиться очевидно несбалансированного погашения долга в свою пользу; vi) полное погашение долга заемщиком чревато пагубными социально-экономическими последствиями и/или негативным влиянием на его государственные финансы.

Закон прямо лишает не желающих сотрудничать кредиторов, уклоняющихся от реструктуризации держателей облигаций и фонды-стервятники стимулов подавать судебные иски в Бельгии, превращая эту страну в пионера борьбы за ограничение деятельности таких фондов на уровне государства. Это имеет особое значение потому, что в Бельгии расположен «Евроклир» – крупнейший в мире клиринговый центр по обслуживанию глобальных финансовых операций. Например, в соответствии с новым законом предыдущие требования «Эн-эм-эл капитал, лтд.» заморозить в Бельгии аргентинские счета в контексте иска, поданного против Аргентины в Соединенных Штатах, были бы отклонены, поскольку бельгийские суды имеют право отказаться выполнять юридические решения, принятые в других юрисдикциях.

Единственной другой касающейся фондов-стервятников национальной инициативой, за которую проголосовал парламент, стал принятый в 2010 году в Соединенном Королевстве закон об облегчении долгового бремени развивающихся стран, который создает препятствия для получения фондами-стервятниками огромных прибылей от реструктуризации задолженности развивающихся стран. В ряде европейских стран и в Соединенных Штатах в отношении долга развивающихся стран был предложен ряд других законопроектов, которые пока не вступили в силу. В некоторых отношениях принятый в Соединенном Королевстве закон об облегчении долгового бремени развивающихся стран не столь строг и полон, как новое бельгийское законодательство, касаясь конкретно бедных стран с высокой задолженностью. Кроме того, в нем установлены менее жесткие ограничения на прибыль, которую можно заработать на долговых трудностях сталкивающихся с ними стран, благодаря привязке к «соответствующей доле» долговой помощи, предоставляемой в рамках инициативы для БСВЗ (как правило, от 67% до 90%). Кредиторы, заключающие компромиссные соглашения в отношении размера требований по реструктурируемым долговым обязательствам, освобождаются от участия в автоматическом списании части задолженности. Таким образом, закон направлен на недопущение получения фондами-стервятниками «непропорциональной» прибыли, а не на ограничение их деятельности как таковой. Напротив, в бельгийском законе речь идет именно о более широких социально-экономических последствиях действий фондов-стервятников их потенциальной противоправности.

### 3. *Нормативный подход к реструктурированию многосторонней задолженности*

В сентябре 2014 года Генеральная Ассамблея Организации Объединенных Наций приняла резолюцию 68/304, призывающую к разработке «многостороннего правового рамочного документа для регулирования процессов реструктуризации суверенного долга». Тем самым, возможно, был сделан первый шаг в направлении реализации последней альтернативы – выработки международного официального нормативного подхода к выработке обязательных к исполнению всеми сторонами правил в рамках многостороннего процесса. Этот подход к урегулированию суверенного долга, без сомнения, является не только самым всеобъемлющим, но и самым сложным.

Сторонники многосторонних механизмов урегулирования задолженности часто указывают на то, что в отличие от развитого законодательства стран о банкротстве, которое является неотъемлемой частью здоровой рыночной экономики, отсутствует какой-либо его аналог, который регулировал бы реструктуризацию суверенного долга. С учетом особой роли суверенных субъектов в экономической, правовой и политической сфере такая процедура должна преследовать две цели. Во-первых, она должна быть направлена на предотвращение финансового кризиса в странах, испытывающих сложности в деле обслуживания своих внешних долговых обязательств, так как он зачастую приводит к потере доверия участников рынка, обвалу валюты и резкому повышению процентных ставок. Все это имеет серьезные негативные последствия для государственных и частных хозяйствующих субъектов и приводит к значительному снижению производства и занятости, не говоря уже о резком росте нищеты. Во-вторых, такая процедура должна обеспечивать справедливую реструктуризацию задолженности, которую больше не удается обслуживать в соответствии с первоначальными условиями соглашения. Для достижения этих целей необходимо применение нескольких простых принципов:

- a) обеспечить возможность введения моратория на исполнение обязательств по долгам, как государственным, так и частным, вне зависимости от того, вызваны ли трудности с их обслуживанием недостаточной платежеспособностью или проблемами с ликвидностью (разница между ними не всегда очевидна). Для того чтобы избежать конфликта интересов, решение о таком моратории должно приниматься в одностороннем порядке страной-должником с санкции независимой структуры, а не учреждения (например, МВФ), которое само является кредитором. Такая санкция должна обеспечивать автоматическое приостановление всех судебных исков со стороны кредиторов.
- b) Мораторий на исполнение обязательств должен подкрепляться необходимыми мерами валютного регулирования, в том числе временным запретом на конвертацию валютных депозитов и других активов, принадлежащих как резидентам, так и нерезидентам.
- c) Следует предоставлять финансирование «должникам во владении», причем долги, полученные после введения моратория, должны подлежать погашению в первую очередь. МВФ следует предоставлять кредиты в случае наличия просроченной задолженности на цели финансирования импорта и других важнейших сделок по счету текущих операций.
- d) Следует добиваться того, чтобы реструктуризация долга, в том числе на условиях пролонгации и списания, проходила по итогам переговоров между должниками и кредиторами и облегчалась благодаря включению в долговые соглашения положений об автоматической пролонгации и коллективных действиях.

В настоящее время предлагается два основных подхода к официальному закреплению нормативного подхода для решения этих задач. Первый подход предполагает создание в той или иной форме механизма реструктуризации государственной задолженности под эгидой МВФ. Для этого необходимо внести поправки в Устав

МВФ. В рамках второго подхода подчеркивается необходимость создания постоянно действующего и более беспристрастного международного учреждения, которое само не занималось бы предоставлением кредитов государствам. Его сторонники выступают за создание независимой судебной инстанции в рамках либо существующих судов, таких как Постоянная палата третейского суда или Международный Суд, либо нового самостоятельного органа. В любом случае для создания постоянно действующего органа необходимо подписание многостороннего соглашения (или внесение соответствующего изменения в действующее соглашение).

Все предложения, касающиеся нормативного подхода к реструктуризации суверенной задолженности, имеют одну важную общую особенность: юридические решения в делах о реструктуризации долга должны приниматься на основании норм международного права, заранее согласованных в рамках международного механизма урегулирования долга. При этом основной целью любого механизма или судебной органа, занимающегося реструктуризацией суверенной задолженности, является прозрачное, предсказуемое, справедливое и действенное урегулирование долговых проблем; его решения являются обязательными для всех сторон и имеют универсальное применение вне зависимости от юрисдикции.

Создание законодательного механизма реструктуризации задолженности, безусловно, будет крайне сложным и длительным процессом на всех его этапах – от переговоров о подписании соглашения до его ратификации. Эффективность такого подхода будет зависеть от того, будет ли лежащее в основе такого механизма соглашение подписано достаточным числом участников. В частности, к нему должны будут присоединиться те страны, в

рамках юрисдикции которых в настоящее время оформляется большая часть внешних долговых обязательств. Без всяких сомнений, это станет сложной задачей. Кроме того, может возникнуть вполне оправданная обеспокоенность относительно полномочий международного судебного органа или механизма МВФ, а также

регулирующего тех серьезных институциональных интересов, которые могут существовать или сформироваться в рамках подобных структур.

Основным и чрезвычайно важным преимуществом такого многостороннего нормативного подхода является то, что в случае его реализации на первое место будут ставиться не частные интересы, а правила и практика, отражающие долгосрочные цели и принципы, такие как устойчивое развитие,

равноправие и справедливое распределение выгод, а также прозрачность процедур. С учетом хронических проблем, связанных с низкой подотчетностью, предвзятостью и недостаточной легитимностью, которые характерны для многих существующих механизмов реструктуризации задолженности, а также фрагментарного характера таких механизмов, создание стабильной и четкой институциональной основы реструктуризации суверенной задолженности способно повысить эффективность урегулирования долговых проблем и предсказуемость результатов благодаря более последовательному рассмотрению конкретных долговых ситуаций. Помимо очевидного макроэкономического выигрыша от выявления проблем суверенного долга на ранней стадии и принятия оперативных мер для их урегулирования невозможно переоценить значение той легитимности, которую будет иметь хорошо работающий МРСЗ, имеющий глобальный охват и созданный при активном участии всех государств-членов и других заинтересованных сторон.

---

Многосторонний правовой механизм реструктурирования долга должен допускать введение моратория на выплаты, приостановку судопроизводства, валютный контроль и финансирование просроченной задолженности для предотвращения финансового кризиса в странах, накопивших чрезмерный уровень задолженности, а также позволять им достигать соглашения о реструктурировании своих долгов в целях восстановления роста и устойчивости долга.

---

Само собой разумеется, что рассмотренные выше подходы не должны быть взаимоисключающими. Вполне возможно дальнейшее совершенствование существующих договорных подходов при одновременном содействии урегулированию

проблем суверенного долга на основе принципов национального и «мягкого» права и реализации, наряду с этим, более долгосрочных планов создания постоянных институциональных механизмов, решения которых имели бы обязательную юридическую силу.

---

## Е. Заключение

---

Непрекращающиеся кризисы внешней задолженности, по всей видимости, будут и впредь являться одной из ключевых проблем глобального финансового управления. Как отмечалось выше, одним из основных факторов увеличения задолженности является фактор предложения, связанный со стремительным ростом притока финансового капитала в условиях быстрой и чрезмерной глобальной экспансии ликвидности. Кроме того, сопутствующее этому распространение сложных и непрозрачных финансовых и долговых инструментов, а также существенное изменение структуры и состава внешнего долга развивающихся стран в значительной мере повышают уязвимость их долговых обязательств в условиях нестабильности частных финансовых рынков, в частности, и современной глобальной экономики в целом. Даже в случае тех развивающихся стран, которые имеют более крупную и развитую экономику, остается неясным, насколько они готовы решать многочисленные проблемы, связанные с существенным повышением рыночных рисков для их внешней задолженности, фрагментарностью и непостоянством системы механизмов реструктуризации долга и существованием такой общеэкономической

и институциональной среды, которая задает процессам макроэкономической адаптации рецессионный вектор.

В условиях хронической уязвимости и проблем, создаваемых международными финансовыми рынками, крайне важно обеспечить серьезное отношение к обсуждению вопроса о совершенствовании механизмов реструктуризации задолженности. Как отмечалось в этой главе, различные подходы к этому вопросу отражают существенные расхождения в понимании функционирования и задач экономики, при этом не исключено, что такие различия будет сложно преодолеть. Таким образом, было бы целесообразно взять на вооружение поэтапный подход к изменениям в этой области, переходя от более скромных предложений к предложениям более широкомасштабным. Очевидно то, что, несмотря на явные сложности в деле достижения политического консенсуса, необходимо разработать всеобъемлющую, предсказуемую, равноправную и последовательную систему эффективного и действенного урегулирования суверенной задолженности. В долгосрочном плане от этого выиграют как заемщики, так и кредиторы. ■

---

## Примечания

---

- 1 При общем разбросе оценок, по данным, приведенным в опубликованном МВФ документе (Furceri and Zdzienicka, 2011), такие кризисы могут вызывать снижение темпов роста объема производства на 5–10 процентных пунктов. Кроме того, авторы этого документа приходят к выводу, что восемь лет спустя после возникновения кризиса объем производства по-прежнему примерно на 10% ниже трендовых показателей по странам в предкризисный период.
- 2 См., например, *ДТР за 1986 год*, приложение к главе VI; *ДТР за 1998 год*, глава IV; *ДТР за 2008 год*, глава VI; Radelet, 1999; IMF, 2001.
- 3 В соответствии с классификацией, используемой в международной долговой статистике Всемирного банка, в настоящем документе «государственный долг» включает в себя частный долг, обеспеченный государственными гарантиями, а под «частным долгом» подразумевается только частный долг, не имеющий гарантий государства.
- 4 Данное явление можно наглядно проиллюстрировать на примере Испании и Соединенных Штатов. В 2007 году внешний долг частного сектора (исключая долговые обязательства, связанные с депозитными корпорациями и прямыми инвестициями) составлял 50% от ВНИ в Испании и 48% в Соединенных Штатах. После обвального сокращения доли заемных средств этот показатель упал до 31% в Испании и до 34% в Соединенных Штатах. При этом внешний долг органов государственного управления возрос в Испании с 20% до 42% и в Соединенных Штатах с 18% до 34%.
- 5 Источник: База данных Всемирного банка *Quarterly External Debt Statistics – Special Data Dissemination Standard* (QEDS–SDDS).
- 6 Источник: База данных Всемирного банка QEDS–SDDS.
- 7 Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД с использованием для анализа структуры долга информационно-аналитического терминала Thomson Reuters *EIKON*.
- 8 В настоящем подразделе частично использованы материалы исследования Bohoslavsky and Goldmann, 2015.
- 9 Наиболее примечательно вторжение Франции в Мексику после того, как правительство Бенито Хуареса приостановило выплаты процентов по своему внешнему долгу в 1861 году. Другим примером является блокада венесуэльских портов флотом Германии, Италии и Соединенного Королевства в 1902–1903 годах с целью вынудить правительство Венесуэлы оплатить свои иностранные обязательства гражданам этих стран. В результате в 1907 году была заключена Конвенция Драго-Портера, где был закреплен универсальный принцип, согласно которому государства не вправе прибегать к силе для взыскания требований по суверенным долговым обязательствам какого-либо государства, держателями которых являются их граждане (Benedek, 2007).
- 10 Соединенное Королевство также отказалось от конвертируемости фунта стерлингов; это вынудило ее иностранных кредиторов использовать ресурсы, получаемые в результате выплаты долгов Соединенного Королевства для покупки товаров или активов в зоне фунта.
- 11 См. также решение «Республика Аргентина против «Велтовер, Инк»», 1992 год, в котором эмиссия облигаций была отнесена к разряду «коммерческой деятельности».
- 12 В рамках всех этих схем кредиторы могут выбирать между «снижением размера долга» путем списания соответствующей части долга и пересмотра сроков погашения оставшейся части, в том числе по кредитам, предоставленным по линии ОПР, и другими вариантами, позволяющими ослабить долговое бремя за счет увеличения срока погашения и снижения процентных ставок.
- 13 Так, Парижский клуб настоял на том, чтобы Пакистан и Украина добились от частных кредиторов таких льгот в погашении задолженности, которые были бы эквивалентны уступкам, на которые пошли члены клуба.

- 14 Выдвигая свои условия (особенно в отношении структурных реформ), МВФ и Всемирный банк на практике преследуют и другие цели, стремясь, например, скорректировать национальный выбор развития с учетом представлений и интересов кредиторов (Акуйз, 2005). В некоторых докладах МВФ признавалась «законная обеспокоенность тем, что структурные требования нередко выходят за рамки условий, которые можно оправдать необходимостью сохранения ресурсов Фонда» (IMF, 2001: 27). Более того, в одном из докладов бюро независимой оценки Международного валютного фонда подчеркивалось, что «кризис не следует использовать как возможность для продавливания длинного списка реформ с четко оговоренными сроками только потому, что для этого сложились подходящие условия, хотя в долгосрочной перспективе такие реформы и могут способствовать повышению экономической эффективности» (IMF, 2003a: 50).
- 15 Попытки привлечь коммерческих кредиторов не увенчались заметным успехом, и некоторые из них даже возбудили иски против БСВЗ, потребовав от них возврата долга в полном объеме.
- 16 Например, в процессе реструктуризации греческих долгов в 2012 году коммерческие банки-держатели греческих облигаций были представлены Институтом международного финансирования, членами которого являются банки, страховые компании, инвестиционные компании, суверенные и пенсионные фонды, центральные банки и банки развития.
- 17 В 1997 году МВФ запустил Механизм финансирования дополнительных резервов, чтобы помочь странам в удовлетворении «крупных кратковременных потребностей в финансировании, вызванных неожиданным и пагубным ослаблением доверия рынков, создающим давление на счет движения капиталов и на резервы членов» (IMF, 1997). Впоследствии страны, удовлетворяющие заранее установленным критериям, могут рассчитывать на быстрое получение доступа к страховочным кредитным линиям. В 1999 году появилась резервная кредитная линия, за которой в 2006 году последовала линия на пополнение резервов, а в 2008 году, сразу же после банкротства инвестиционного банка «Лиман бразерс», – фонд краткосрочной ликвидности. Поскольку такое «страховочное» финансирование не пользовалось спросом у потенциальных клиентов, для получения в конце концов ряда заявок МВФ пришлось предложить несколько новых кредитных линий: гибкую кредитную линию в 2009 году и страховочную кредитную линию в 2010 году, которые являлись более доступными, предусматривали более длительные сроки погашения, имели большую гибкость и финансирование в рамках которых не оговаривалось последующими условиями.
- 18 Колумбия, Мексика и Польша обращались к МВФ за финансированием в рамках гибкой кредитной линии, а бывшая югославская Республика Македония и Марокко – в рамках страховочной кредитной линии.
- 19 Новое законодательство полностью не отменило действие этого принципа, но добавило норму об избежании ответственности на тот случай, когда судебный иск касался активов, приобретенных на сумму не менее 500 000 долларов.
- 20 См. Африканский банк развития по адресу: <http://www.afdb.org/en/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context> (информация получена 10 августа 2015 года).
- 21 *GMO Trust v. The Republic of Ecuador*, (1:14-cv-09844), United States District Court for the Southern District Court of New York (иск урегулирован в апреле 2015 года).
- 22 Например, см. European Court of Justice, *Fahnenbrock et al. v. Greece*, C-226/13 et al., решение ожидается; *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8.
- 23 См. доклад о фондах-стервятниках и правах человека Независимого эксперта ООН по вопросу о внешней задолженности и правах человека, A/HRC/14/21, 2010, см. [http://www2.ohchr.org/english/bodies/hrcouncil/docs/14session/A.HRC.14.21\\_AEV.pdf](http://www2.ohchr.org/english/bodies/hrcouncil/docs/14session/A.HRC.14.21_AEV.pdf).
- 24 Иски были поданы против таких стран, как Ангола, Буркина-Фасо, Гондурас, Демократическая Республика Конго, Замбия, Камерун, Конго, Кот-д'Ивуар, Либерия, Мадагаскар, Мозамбик, Нигер, Объединенная Республика Танзания, Сан-Томе и Принсипи, Сьерра-Леоне, Судан, Уганда и Эфиопия.
- 25 *Donegal International Ltd. v. Zambia*, High Court of Justice (England and Wales), [2007] EWHC 197 (Comm.).
- 26 United Kingdom Debt Relief (Developing Countries) Act 2010.
- 27 См. *Allied Bank International v. Banco Credito Agricola de Cartago*, United States Court of Appeals, 2d Cir., March 18, 1985 (757 F.2d 516); *Pravin Banker Associates v. Banco Popular del Peru*, 109 F. 3d 850, 854 (2d Cir. 1997); *Elliot Associates v. Banco de la Nación and the Republic of Peru*, 12 F.Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998).
- 28 Например, см. Federal Constitutional Court (Germany), cases 2 BvM 1-5/03, 1, 2/06, decision of 8 May 2007, BVerfGE 118, 124. В отношении Международного центра по урегулированию инвестиционных споров см. Waibel, 2007a.

- 29 Supreme Court of New York, *Crédit français, S.A. v. Sociedad financiera de comercio, C.A.*, 128 Misc.2d 564 (1985); *EM Ltd. v. Argentina*, Summary Order, 05-1525-cv, 13 May 2005 (obiter dictum, не имеющее силы прецедента).
- 30 Например, см. дело об иммунитете Аргентины от юрисдикции итальянских судов (Corte Suprema di Cassazione, Sezioni Unite Civile, 21 April 2005) и дела, рассматривавшиеся в связи с отказом от реструктуризации долгов в аргентинских судах (Juzgado Nacional en lo Contencioso Administrativo Federal N° 1, 12 October 2006).
- 31 Federal Constitutional Court, Case 2 BvM 1/03 et al., decision of 8 May 2007.
- 32 NML Capital Limited (Appellant) v. Republic of Argentina (Respondent) [2011] UKSC 31.
- 33 *Abaclat v. Argentine Republic*, ICSID Case ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 14 August 2011; см. также Gallagher 2011; and Waibel, 2007b. По вопросу о том, можно ли рассматривать суверенный долг как прямые инвестиции, см. *Fedax v. Venezuela*, ICSID Case ARB/96/3; *Československa obchodní banka v. Slovak Republic*, ICSID Case ARB/97/4; в то же время, см. также ограничительное толкование суда в деле *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. Hellenic Republic*, ICSID Case No. ARB/13/8.
- 34 См. также МТПТ, дело № 20, *ARA Libertad (Argentina v. Ghana)*, Order of 15 December 2012. МТПТ постановил освободить аргентинское судно, арестованное властями Ганы.
- 35 *Elliott Associates*, Brussels Court of Appeals, 8th Chamber, General Docket 2000/QR/92, 26 September 2000.
- 36 *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, No. 08 Civ. 6978 (TPG). В своем постановлении от 23 февраля 2012 года суд южного округа Нью-Йорка заявил: «Когда Республика выплачивает любые причитающиеся суммы в счет погашения биржевых облигаций... Республика должна одновременно или заблаговременно произвести пропорциональный платеж истцам. Такой «пропорциональный платеж» должен быть равен проценту от общей суммы, причитающейся на сегодняшний день истцам. Величина процента рассчитывается путем деления суммы, которая фактически выплачивается или которую Республика намерена выплатить по условиям размещенного на бирже облигационного займа, на общую сумму, причитающуюся по условиям такого займа».
- 37 В настоящем разделе использованы материалы Lienau O, Institutional Options for Debt Restructuring, Background Paper for the UNGA Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring, Revised draft 21 April 2015.
- 38 См. резолюции Генеральной Ассамблеи 64/191, 65/144, 66/189, 67/198, 68/202 и 68/304.
- 39 Последние предложения см. UNCTAD, 2015.
- 40 См.: [www.dekamer.be/kvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwb.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057](http://www.dekamer.be/kvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwb.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057).

---

## Литература

---

- Adamson MR (2002). The failure of the Foreign Bondholders Protective Council Experiment, 1934-1940. *Business History Review*, 76: 479-514.
- Akyüz Y (2005). Reforming the IMF: Back to the drawing board. *Global Economic Series 7*, Third World Network, Penang.
- Akyüz Y (2012). The boom in capital flows to developing countries: Will it bust again? *Ekonomi-tek*, 1: 63-96.
- Avdjiev S, Chui M and Shin HS (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, December: 67-77.
- Benedek W (2007). Drago-Porter Convention (1907). In: Wolfrum R, ed. *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edition). Oxford, Oxford University Press. Имеется по адресу: <http://opil.ouplaw.com/view/10.1093/law:epil/9780199231690/law-9780199231690-e733?rskey=v9R9cj&result=1&prd=EPIL>.
- Bohoslavsky JP and Goldmann M (2015). Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law: An incremental approach. Background paper prepared for TDR 2015, May.

- Buchheit L and Pam JS (2004). The pari passu clause in sovereign debt instruments. *Emory Law Journal*, 53: 869–922.
- Buchheit L and Gulati M (2013). The gathering storm: Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring. Social Science Research Network (SSRN). Имеется по адресу: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2292669](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669).
- Buchheit L, Gelpern A, Gulati M, Panizza U, Weder di Mauro B and Zetterlmeyer J (2013). Revisiting sovereign bankruptcy. Committee for International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.
- Bulow J and Rogoff K (1990). Cleaning up third world debt without getting taken to the cleaners. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 31–42.
- Cosio-Pascal E (2008). The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: The Paris Club. UNCTAD Discussion Paper No. 192, UNCTAD, Geneva.
- Eichengreen B and Portes R (1986). Debt and default in the 1930s: Causes and consequences. *European Economic Review*, 30: 599–640.
- Eskridge W (1985). Les jeux sont faits: Structural origins of the international debt problem. *Virginia Journal of International Law*, 25(2): 281–400.
- Feldmann H (1991). Internationale Umschuldungen im 19. und 20. Jahrhundert, 20 et seq.
- Furceri D and Zdzienicka A (2011). How costly are debt crises? Working paper 11/280, IMF, Washington, DC.
- Florez JH and Decorzant Y (2012). Public borrowing in harsh times: The League of Nations Loans revisited. Working Paper Series, WPS 12091, University of Geneva, Geneva.
- Galvis S and Saad A (2004). Collective action clauses: Recent progress and challenges ahead. *Georgetown Journal of International Law*, 35(4): 713–730.
- Grossman HI (1988). The political economy of war debts and inflation. Working Paper Series, No. 2743, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gallagher KP (2011). The new vulture culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties. Working Paper 02/2011, International Development Economics Associates (IDEAs), New Delhi.
- Haldane AG (2011). The big fish, small pond problem. Speech delivered at the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, New Hampshire, 9 April 2011.
- IMF (1997). IMF approves supplemental reserve facility. Press release no. 97/59, Washington, DC, 17 December.
- IMF (2001). Conditionality in fund-supported programs – Policy Issues, Washington, DC, 16 February.
- IMF (2003a). Evaluation report: The IMF and recent capital account crises, Indonesia, Korea, Brazil. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2003b). Evaluation report: Fiscal adjustment in IMF-supported programmes. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2004). Evaluation report: IMF and Argentina: 1991–2001. Independent Evaluation Office, Washington, DC.
- IMF (2012). *World Economic Outlook*, Washington, DC, October.
- IMF (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. Staff report, Washington, DC.
- Krueger A and Hagan S (2005). Sovereign workouts: An IMF perspective. *Chicago Journal of International Law*, 6: 214–215.
- Lienau O (2015). Institutional options for debt restructuring. Background Paper for the United Nations General Assembly Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring (revised draft 21 April).
- Lindert PH and Morton PJ (1989). How sovereign debt has worked. In: Sachs JD, ed. *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 225–227.
- Mussa MI and Savastano MA (1999). The IMF approach to economic stabilization. Working Paper 99/104, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Myers MG (1945). The League loans. *Political Science Quarterly*, 60: 492–526.
- Ocampo JA (2015). Resolution of balance of payment crises: Emergency financing and debt workouts. WIDER Working Paper 2015/11, UNU-WIDER, Helsinki.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED books.
- O’Connell A (2014). Beyond austerity: Default, debt restructuring or no recovery. Speech delivered at the Institute for New Economic Thinking-Centre for International Governance Innovation Conference, Toronto, 10–13 April 2014.
- Panizza U (2008). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper No. 188, UNCTAD, Geneva.
- Paris Club (2015). Rescheduling and cancellation. Имеется по адресу: <http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/rechelonnement>.
- Radelet S (1999). Orderly Workouts for Cross-Border Private Debt. Development Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 721. Harvard University, Cambridge, MA.
- Reinhart CM and Rogoff K (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2014). Sovereign defaults in court. Social Science Research Network. Имеется по адресу: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997>.

- TFFS (Task Force on Finance Statistics) (2013). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. IMF, Washington, DC.
- Toussaint E (2006). The Marshall Plan and the Debt Agreement on German Debt. Имеется по адресу: <http://cadtm.org/The-Marshall-Plan-and-the-Debt>,
- UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief No. 29. UNCTAD, Geneva.
- UNCTAD (2015). *Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide*. Geneva, United Nations. Имеется по адресу: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf).
- UNCTAD (TDR 1986). *Trade and Development Report, 1986*. United Nations publication. Sales No. E.86.II.D.5, New York.
- UNCTAD (TDR 1998). *Trade and Development Report, 1998. Financial Instability. Growth in Africa*. United Nations publication. Sales No. E.98.II.D.6, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2001). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). *Trade and Development Report, 2008. Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.
- Van Harten G (2007). *Investment Treaty Arbitration and Public Law*. Oxford, Oxford University Press.
- Waibel M (2007a). Two worlds of necessity in ICSID arbitration: *CMS and LG&E*. *Leiden Journal of International Law*, 20: 637–648.
- Waibel M (2007b). Opening Pandora's box: Sovereign bonds in international arbitration. *American Journal of International Law*, 101: 711–759.
- Waibel M (2011). *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge, Cambridge University Press.



## ДОЛГОСРОЧНОЕ МЕЖДУНАРОДНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ: ПРОБЛЕМЫ И ВОЗМОЖНОСТИ

### А. Введение

В предыдущих главах неоднократно звучала озабоченность очевидной неспособностью нынешней глобальной валютно-финансовой системы обеспечить долгосрочное финансирование роста и развития. В этой главе рассматриваются некоторые возможные стратегии обеспечения такого финансирования. Особое внимание уделяется финансированию производственного накопления, в том числе вложений в инфраструктуру, которое прямо или косвенно способствует ускорению роста и структурных сдвигов. Необходимо реально изменить природу частных финансовых потоков, движимых стремлением к кратковременной выгоде и получению ренты, а также укрепить механизмы мобилизации и распределения внутренних и внешних финансовых ресурсов в интересах создания стоимости и долгосрочного развития. Хотя внутренние ресурсы (как частные, так и государственные), по всей видимости, будут сохранять свою главенствующую роль (*ДТР за 2008 и 2013 годы*), в случае отсутствия или недостатка внутренних средств важное значение может приобрести и международное финансирование, особенно когда для импорта инвестиционных товаров

и других товаров и услуг производственного назначения страна нуждается в иностранной валюте в размере, превышающем ее доходы от экспорта товаров и услуг.

Хорошо известно, что рынки частного капитала не могут полностью обеспечить финансирование долгосрочных инвестиционных проектов. Это происходит потому, что инвестиции в эти проекты имеют более длительный период окупаемости и сопряжены с большими рисками и неопределенностями, даже когда они дают позитивный внешний эффект для остальной экономики и дополняющих их инвестиционных проектов. Под влиянием этих факторов прибыльность таких инвестиций для частных инвесторов и отдача от них для общества начинают различаться. Известно также, что частные финансовые рынки по собственной инициативе редко предлагают финансовые ресурсы таким категориям заемщиков, как малые и средние предприятия (МСП), вновь созданные фирмы или иные производства, чья рентабельность не очевидна и с трудом поддается подсчету. Это негативно влияет на те виды деятельности, которые могут иметь решающее значение для будущего роста и приносить

большую пользу обществу. Речь идет о деятельности, связанной с инновациями, техническим прогрессом и охраной окружающей среды. То же самое можно сказать и о глобальных финансовых рынках. В этой связи углубление финансовой интеграции развивающихся стран не оправдало их надежд на облегчение доступа к долгосрочному финансированию, необходимому для ускорения роста и развития. В результате можно говорить о необходимости вмешательства государства, которое должно помочь в предоставлении как внешнего, так и внутреннего долгосрочного финансирования на эти цели.

Характер государственного вмешательства может меняться в зависимости от того, на какие виды деятельности требуется финансирование. Для финансирования общественных благ требуются соответствующие внутренние бюджетные источники, а в случае использования внешнего финансирования, оно чаще всего осуществляется по линии официальной помощи развитию (ОПР) или других форм сотрудничества в интересах развития. Что касается производства социально значимых товаров и услуг, а также видов деятельности с большим позитивным внешним эффектом, то возможно сочетание государственного и частного финансирования, обычно с использованием в той или иной мере открытого или скрытого государственного субсидирования. Для этого, в свою очередь, требуются внутренние или внешние ресурсы, которые, как правило, выделяются из государственной казны. Недавние инициативы, в основе которых лежат принципы государственно-частного партнерства (ГЧП), являются одним из возможных инструментов. Наконец, ряд видов деятельности, меняющих структуру производства и являющихся потенциально прибыльными (например, некоторые виды инфраструктурных инвестиций), не пользуются вниманием частных инвесторов, опасаящихся той неопределенности, которая присуща крупным единовременным инвестициям с высокими начальными расходами,

длительной окупаемостью и связанным с этим рисками. Это требует повышения роли финансовых учреждений, специально созданных для финансирования таких долгосрочных инвестиций, например, банков развития.

В настоящей главе поочередно рассматривается каждый из этих видов внешнего финансирования процесса долгосрочного развития. В разделе В отмечается, что, несмотря на увеличение внешнего финансирования в последние десять лет, оно по-прежнему не достигает желаемого уровня. При этом высказывается обеспокоенность по поводу его эффективности и тех условий, с которыми иногда увязывается ОПР. В результате некоторые развивающиеся страны, нуждающиеся в долгосрочном внешнем финансировании на цели развития, используют другие возможности, сосредото-

чиваясь в первую очередь на программах и проектах, осуществляемых на принципах ГЧП, о которых говорится в разделе С. В то же время, хотя такое партнерство и позволяет привлечь к инвестированию в инфраструктуру частные компании, оно чревато и определенными рисками, связанными, в частности, с бюджетными расходами,

---

Для финансирования производственных инвестиций необходимо изменить природу частных финансовых потоков, движимых стремлением к кратковременной выгоде и получению ренты.

---

которые могут оказаться гораздо более существенными, чем предполагалось, и иметь очень значительный временной горизонт. В разделе D рассматривается роль суверенных фондов. Некоторые из них контролируют значительные объемы капитала и вполне могут взять на себя важную роль источника долгосрочного финансирования процесса развития. Однако до сих пор их участие в таком финансировании было крайне ограниченным. Раздел E посвящен анализу работы национальных, региональных и межрегиональных банков развития, остающихся эффективным инструментом мобилизации долгосрочного финансирования. Хотя последние инициативы в этой области не могут не вселять оптимизма, для достижения нынешних и будущих целей развития они должны приобрести гораздо большие масштабы.

---

## В. Финансирование в рамках официального сотрудничества

---

Под официальным финансированием развития понимаются расходы, направленные на укрепление производственного потенциала, проведение структурных преобразований и повышение благосостояния общества в странах-получателях. К такому финансированию не относится различная гуманитарная или военная помощь. Официальное финансирование развития осуществляется в форме субсидий или займов, которые могут предоставляться на двусторонней основе или по каналам многосторонних учреждений и неправительственных организаций (НПО). В отличие от субсидий, которые не требуют возврата, займы, хотя и содержат определенный льготный элемент, должны быть погашены, т.е. возвращены донору в том или ином виде. На это различие важно обращать внимание, поскольку разные формы расходов, связанных с процессом развития, по-разному влияют на возможности страны обслуживать свою задолженность, и использование заемных средств, предоставленных в качестве помощи развитию, должно генерировать доход, необходимый для погашения долга.

Официальное финансирование традиционно рассматривается как поток средств из развитых стран в развивающиеся, в первую очередь в самые бедные среди них. В то же время последние тенденции свидетельствуют о растущей значимости развивающихся стран как доноров, хотя используемые ими формы сотрудничества и помощи в интересах развития отличаются от тех, которые применяют традиционные доноры.

### 1. *Официальная помощь развитию со стороны развитых стран*

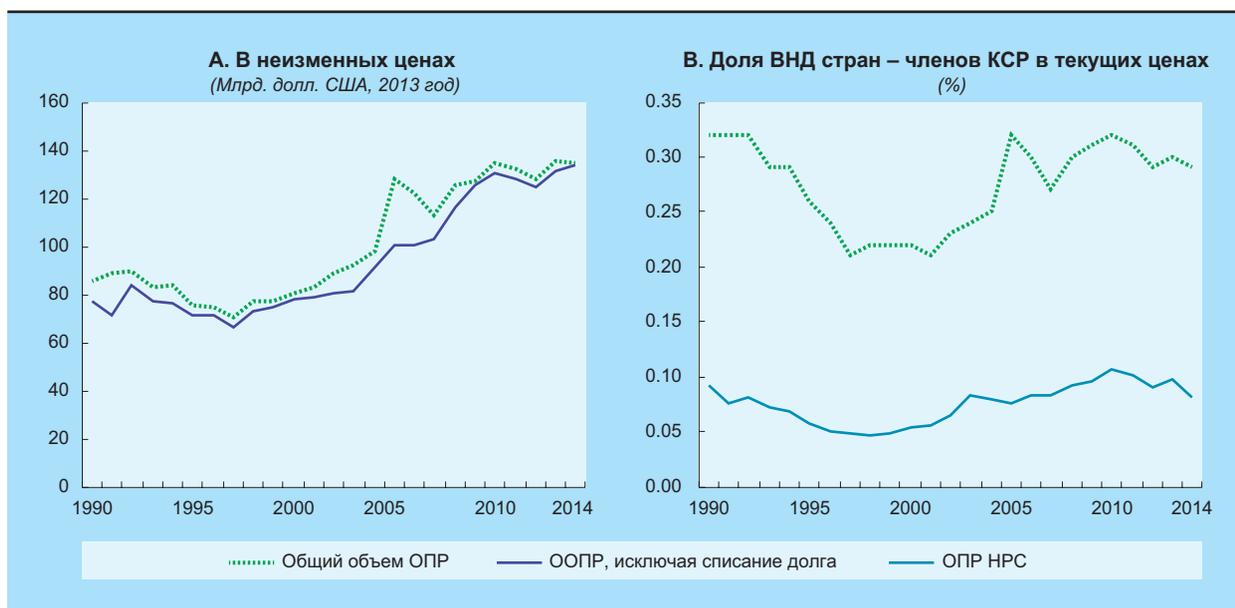
---

То, что сегодня понимается под официальной помощью развитию, представляет собой одну из категорий официальной внешней помощи, предоставляемой развитыми странами развивающимся странам. Потребность в налаживании стабильного потока ОПР обсуждалась еще в 1950-х и 1960-х годах. По итогам переговоров в Организации Объединенных Наций развитые страны в итоге взяли на себя обязательство ежегодно перечислять в виде зарубежной помощи развивающимся странам не менее 0,7% своего валового национального дохода (ВНД)<sup>1</sup>.

После периода сокращения и стагнации в 1990-х годах зарегистрированные потоки ОПР развивающимся странам в 2000-х годах заметно увеличились (диаграмма 6.1А). Чистые выплаты членов Комитета содействия развитию (КСР) Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) выросли с 89 млрд. долл. в 2002 году до 134 млрд. долл. в 2014 году (в неизменных долларах по состоянию на 2013 год) – т.е. на 51%, – хотя и слегка не достигли рекордных уровней 2010 и 2013 годов. В то же время эта сумма составляет лишь 0,29% их ВНД, что намного ниже взятого ими на себя обязательства в размере 0,7% ВНД и ниже долевого показателя начала 1990-х годов<sup>2</sup>. Более того, этот долевого показатель снижается с 2010 года применительно как к общему объему ОПР, так и к ОПР наименее развитым странам (НРС) (диаграмма 6.1В).

Диаграмма 6.1

## ОПР СТРАН – ЧЛЕНОВ КСР, 1990–2014 ГОДЫ



Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных ОЭСР.

Примерно треть ОПР направлялась НРС, где на нее в среднем приходится свыше 70% внешнего финансирования (United Nations, 2014a). С 2000 по 2010 год в неизменных долларах ее объем вырос более чем вдвое, однако в последние годы он начал падать. Так, двусторонняя помощь НРС в 2014 году сократилась на 16% (OECD, 2015). Кроме того, финансовые планы крупных доноров не позволяют рассчитывать в среднесрочной перспективе на значительный рост потоков ОПР (OECD, 2014a).

Все большая доля помощи по линии КСР ОЭСР направляется в социальный сектор, отчасти вследствие усилий, направленных на достижение Целей развития тысячелетия. С 2000 по 2008 год объем направляемой в этот сектор ОПР увеличился на 117% (в неизменных долларах). Аналогичный рост ОПР наблюдался в сфере экономической инфраструктуры и секторе услуг, в то время как в производственном секторе этот рост был не столь значительным (78%). Если взглянуть под несколько иным углом, доля ОПР в социальный сектор в общем объеме помощи развитию<sup>3</sup> выросла менее чем с 50% в 1990-х годах более чем до 60% в 2008 году и с тех пор оставалась

сравнительно стабильной. Напротив, доля притока ОПР в экономическую инфраструктуру и сектор услуг, а также в производственные сектора снизилась (диаграмма 6.2).

Эффективность ОПР<sup>4</sup> в поддержке развития сильно различается в зависимости от условий оказания такой помощи, от того, в какой форме она предоставляется – субсидий или займов, а также от того, оказывается ли она по двусторонним каналам или многосторонними учреждениями, в форме бюджетной поддержки (без привязки к конкретным целям) или проектного финансирования. Страны-доноры, как правило, предпочитают проектное финансирование по двусторонним каналам, поскольку это позволяет им лучше контролировать использование средств, в том числе увязывая их выделение с закупкой товаров и услуг у компаний стран-доноров. По оценкам, предоставление связанной помощи ведет к росту стоимости товаров и услуг, ограничивая потенциал местного развития<sup>5</sup>. Многосторонняя помощь и бюджетная поддержка в целом являются для получателей более предпочтительными вариантами, поскольку такая помощь ограничивает возможности

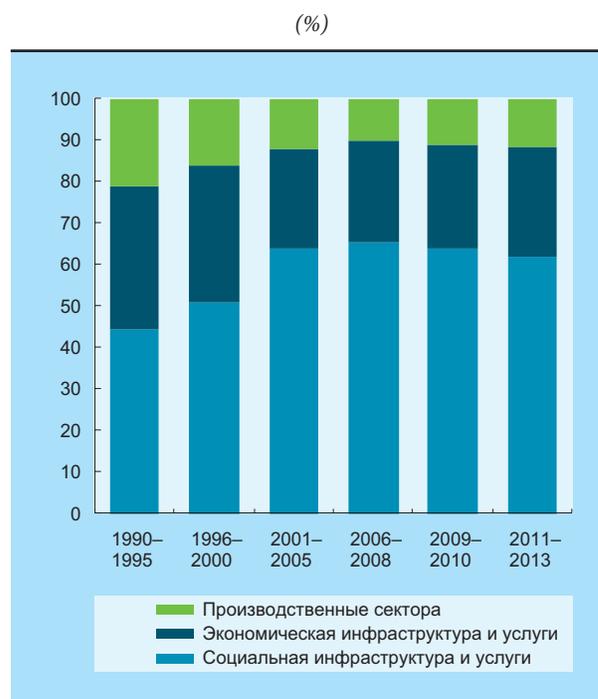
доноров своими предпочтениями искажать характер ее использования, позволяя тем самым странам-получателям использовать ее по собственному усмотрению. Это позволяет также повысить предсказуемость, согласованность, прозрачность и подотчетность выделения и использования помощи (UNCTAD, 2006). В 2011–2012 годах на многостороннюю помощь приходилось 39% общего объема ОПР (OECD, 2014b). Кроме того, для получателей оказание помощи на многолетней основе повышает ее предсказуемость; в отсутствие предсказуемости и стабильности снижение размера помощи может достигать 15–20%<sup>6</sup>.

Помимо механизма предоставления ОПР на эффективность помощи влияет и характер некоторых из ее компонентов. Действительно, некоторые денежные потоки, охватываемые определением КСР ОЭСР, оказывают весьма незначительную поддержку развитию. Например, некоторые кредиты, выдаваемые под рыночный процент, на протяжении многих лет могли учитываться как ОПР, даже несмотря на то, что они не имели никакого отношения к донорской помощи. Это стало возможно благодаря чрезвычайно высокой справочной процентной ставке, достигавшей 10%. Другие компоненты ОПР не предполагают передачи ресурсов развивающимся странам и связаны с расходами, которые несут сами доноры, например на оказание технической помощи, административные услуги, на обучение иностранных студентов и размещение беженцев (Charnoz and Severino, 2015). Кроме того, важным компонентом ОПР является помощь в облегчении долгового бремени даже в тех случаях, когда она не сопровождается финансовыми потоками или когда такие потоки являются очень и очень ограниченными (см. диаграмму 6.1А). Некоторые кредиты могут даже учитываться дважды: в момент выдачи и в момент погашения. По данным организации «ЭкшнЭйд» (ActionAid, 2005), в 2003 году лишь 39% всей ОПР приходилось на «реальную помощь»<sup>7</sup>.

КСР ОЭСР отреагировал на критику и стал проводить различия между общей ОПР и помощью по страновым программам (ПСП), известной также как базовая помощь. Концепция ПСП позволяет исключить из

Диаграмма 6.2

### СТРУКТУРА ОПР НА ЦЕЛИ РАЗВИТИЯ ПО ОСНОВНЫМ КАТЕГОРИЯМ, 1990–2013 ГОДЫ



Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных ОЭСР.

двусторонней ОПР те виды деятельности, которые непредсказуемы по своему характеру (гуманитарная помощь и помощь в облегчении долговой нагрузки), которые не связаны с трансграничными потоками и не осуществляются в соответствии с межправительственными соглашениями (OECD, 2014a). По оценкам, в 2009–2013 годах на ПСП приходилось 57% валовой двусторонней ОПР. В то же время в обязательствах стран – членов КСР речь по-прежнему идет об общей ОПР. Кроме того, в декабре 2014 года на совещании КСР ОЭСР высокого уровня было принято решение пересмотреть определение и методику измерения ОПР в целях их «модернизации» (OECD, 2014c). Главное изменение коснется учета льготных займов как одного из компонентов ОПР.

С началом нового тысячелетия международное сообщество постепенно осознало необходимость улучшения практики оказания ОПР. Это свидетельствует о растущем признании того, что значение имеет не только объем

ОПР: для максимального влияния на процесс развития важно и качество такой помощи<sup>8</sup>. В результате был разработан ряд принципов повышения эффективности помощи, предусматривающих национальную ответственность за разработку и реализацию стратегий развития, подбор доноров для финансирования этих стратегий, согласование усилий различных доноров, акцент на результаты, взаимную подотчетность и прозрачность. Кроме того, стали проводиться периодические оценки эволюции ОПР. Проведенная в 2010 году оценка эффективности развития показала, что достижение большинства целей Парижской декларации продвигается очень медленно (UNCTAD, 2011a). По итогам подписанного в 2011 году в Пусане соглашения о сотрудничестве было создано Глобальное партнерство в интересах эффективного развития, первое совещание которого прошло в 2014 году в Мексике на высоком уровне. Приуроченная к этому совещанию оценка эффективности помощи продемонстрировала неоднозначность результатов в данной области (OECD and UNDP, 2014).

## 2. Сотрудничество в интересах развития между развивающимися странами

Потенциально важной новой тенденцией в сфере глобальной поддержки развития является рост значимости доноров из развивающихся стран. По данным Организации Объединенных Наций (United Nations, 2014b), в 2011 году общие масштабы сотрудничества между странами Юга оценивались от 16,1 до 19 млрд. долл., а доля этих стран в общем объеме сотрудничества в 2011 году выросла до 10% по сравнению с 6,7% в 2006 году. Однако эти цифры вполне могут оказаться заниженными, особенно в свете отсутствия единообразия в определениях понятия помощи развитию, а также структурированных и сопоставимых данных. Для многих развивающихся стран сотрудничество в интересах развития тесно связано с торговыми

и инвестиционными связями, и здесь иногда очень непросто выделить государственный и частный компоненты (Zhou, 2010).

В одном из исследований указывается, что в 2008 году на финансовую помощь между странами Юга приходилось около 15% реальной помощи КСР и что крупнейшими донорами из числа развивающихся стран в том году являлись Саудовская Аравия, Китай, Боливарианская Республика Венесуэла, Республика Корея, Турция и Индия, хотя в другие годы немало важное место среди доноров занимала также Бразилия (The Reality of Aid Management Committee, 2010). С тех пор объем финансовой помощи значительно вырос, и на первое место среди доноров вышел Китай. Следует отметить, что по методике членов КСР не всю эту финансовую помощь можно отнести к категории ОПР. Финансовая помощь со стороны стран, не являющихся членами КСР, может принимать форму безвозмездной помощи, льготных займов, нельготных займов и списания части долга. Структура финансовой помощи зависит от страны, однако в ней преобладают займы.

Официальные китайские источники проводят конкретные различия между тремя видами финансовой помощи: безвозмездной помощью, беспроцентными займами и льготными займами. Первые два вида помощи финансируются непосредственно государственной казной, а третий – Экспортно-импортным банком Китая (см. раздел Е). Значительная ее часть приходится на связанную помощь, которая предусматривает закупку не менее половины китайских товаров, а иногда и использование китайской рабочей силы. Тем не менее, поскольку значительная часть китайской помощи идет на развитие инфраструктуры, в среднесрочном и долгосрочном плане она может вносить немалый вклад в трансформацию производственного потенциала. По оценкам Вольфа и соавторов (Wolf et al., 2013), в период 2001–2011 годов основная часть китайской помощи доставалась странам Латинской Америки (значительная

Потенциально важной новой тенденцией в сфере глобальной поддержки развития является рост значимости доноров из развивающихся стран.

часть помощи предоставлялась в рамках многонациональных программ в добывающей промышленности), за которыми следовали страны Африки (проекты в добывающей промышленности и инфраструктуре), Южной Азии (инфраструктура и финансовая помощь бюджету) и Юго-Восточной Азии (главным образом инфраструктура).

Индийская финансовая помощь предоставляется в форме кредитов, льготных займов и субсидий. Она используется для развития инфраструктуры (например, строительство железных дорог в Анголе), закупки сельскохозяйственной техники, развития информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), создания перерабатывающих предприятий (переработка орехов кешью в Объединенной Республике Танзания), а также в сфере здравоохранения и в гуманитарных целях. Большая часть помощи оказывается по линии Экспортно-импортного банка. Республика Корея и Саудовская Аравия предоставляют субсидии и льготные займы. Первая из них поддерживает развитие здравоохранения, ИКТ, образования и сельского хозяйства. В рамках запущенного в 2005 году проекта «Петроамерика» Боливарианская Республика Венесуэла поставляет нефть странам Латинской Америки и Карибского бассейна на очень выгодных условиях (*ДТР за 2007 год*). Ряд стран Западной Азии оказывают поддержку производственным секторам (транспорт, телекоммуникации, энергетика и сельское хозяйство). Помимо многосторонней помощи большая часть средств предоставляется по линии министерств финансов и небольшая – через Саудовский фонд развития. Турция оказывает помощь в сфере образования и здравоохранения, водоснабжения, инфраструктуры, сельского хозяйства и культуры, предоставляя субсидии, экспортные кредиты и займы (Kragelund, 2008).

Бразилия является одной из немногих стран, которая оказывает помощь в основном на принципах софинансирования, в котором участвуют ее государственное учреждение, государственное учреждение страны-получателя и донор из одной из развитых стран (Kragelund, 2008; UNCTAD, 2010); помощь предоставляется главным образом сельскому

хозяйству, секторам образования и здравоохранения, рыбному хозяйству, а также на цели реконструкции (Gottschalk et al., 2011). Помимо этого, национальный банк развития этой страны расширяет кредитование, в первую очередь инфраструктурных проектов в Африке и Латинской Америке.

### 3. Задачи официального сотрудничества

По мнению сторонников увеличения помощи, хотя помощь и не является панацеей или двигателем роста, она может стать катализатором развития, например благодаря поддержке развития инфраструктуры. С другой стороны, скептики указывают на различные риски, связанные с ограниченными возможностями освоения помощи у некоторых стран-получателей, эффектами голландской болезни, вытеснением других источников финансирования, ослаблением усилий по повышению наполняемости бюджета и с коррупцией. Однако некоторые из этих проблем зачастую преувеличены (UNCTAD, 2006), а другие можно решить благодаря правильному управлению потоками помощи и проведению адекватной макроэкономической политики, а также использованию эффективных процедур отчетности и мониторинга. Важное значение в этой связи, безусловно, играют условия предоставления помощи, последствия которых могут быть как позитивными, так и негативными в зависимости от того, каково их содержание и как они выполняются на практике.

За время, прошедшее после принятия Монтеррейского консенсуса в 2002 году, в котором подчеркивается необходимость увеличения ОПР как предпосылки достижения Целей развития тысячелетия, в управлении потоками помощи произошли некоторые положительные изменения. Речь идет о том, чтобы не увязывать помощь с теми или иными требованиями, отражать ОПР в национальных бюджетах стран-получателей и использовать возможности национальных административных систем для управления финансируемыми за счет помощи программами и проектами (United Nations, 2014b). Например, в

2012 году 79% двусторонних потоков ОПР со стороны членов КСР не были обставлены никакими условиями; в начале тысячелетия эта доля составляла порядка 50% (OECD and UNDP, 2014)<sup>9</sup>. Тем не менее иногда ОПР продолжает оговариваться слишком многочисленными и детальными требованиями, а процедуры ее предоставления остаются сложными и недостаточно гибкими. Более того, для этой помощи характерна высокая и продолжающая расти фрагментация, а появление новых доноров и других субъектов в данной области создает серьезные трудности с координацией (United Nations, 2014b: 8). И что самое важное, несмотря на рост в последнее время, объемы данного вида долгосрочного финансирования по-прежнему далеки от масштабов как обязательств, так и потребностей.

Важной сферой официального финансирования, которой по-прежнему уделяется сравнительно мало внимания, является финансирование программ создания глобальных общественных благ. Особенно наглядно это проявляется в сфере предотвращения изменения климата и адаптации к нему. В важнейших глобальных соглашениях по вопросам изменения климата подчеркивается необходимость «нового и дополнительного» финансирования в данной области. В рамках Копенгагенской договоренности развитые страны коллективно обязались обеспечить на период 2010–2012 годов быстрое начальное финансирование в размере порядка 30 млрд. долл., равномерно распределяя его между мерами адаптации и предотвращения. Кроме того, они взяли на себя обязательство к 2010 году совместно мобилизовать по 100 млрд. долл. в год на нужды развивающихся стран (UNFCCC, 2009). Проведенные оценки показали, что в период с 2010 по 2012 год на цели быстрого начального финансирования удалось мобилизовать

Несмотря на рост в последние годы, размер ОПР остается гораздо ниже как обязательств, так и потребностей.

Альтернативные издержки использования ОПР для привлечения частного финансирования могут оказаться слишком высокими.

35 млн. долларов. Однако 80% этих средств предположительно было зачтено и в счет ОПР (Nakhooda et al., 2013). Обязательства доноров собрать 10,2 млрд. долл. (UNFCCC, 2014) являются важным шагом, который должен помочь начать работу Зеленому климатическому фонду Организации Объединенных Наций, хотя эти средства составляют лишь около 10% от согласованного целевого показателя на 2020 год.

В отсутствие точного определения понятия «нового и дополнительного» финансирования, равно как и согласованного на международном уровне определения климатического финансирования и механизмов его мобилизации, «деятельность, связанная с изменением климата, в настоящее время в значительной мере финансируется за счет уже существующих обязательств и потоков помощи в рамках децентрализованной системы, в которой доминируют многочисленные двусторонние учреждения-доноры и целый ряд многосторонних фондов» (Pickering et al., 2015:149). В этих условиях климатическое финансирование не носит «дополнительного» характера, лишь осложняя проблему фрагментации помощи. Помимо этого, помощь до сих пор в основном направлялась на предотвращение изменения климата, т.е. в основном отвечала интересам развивающихся стран со средним уровнем дохода. Финансирование же процесса адаптации, которое жизненно важно для беднейших стран, остается недостаточным (UN-DESA, 2015; Nakhooda et al., 2013). Это веский аргумент в пользу того, что более богатым странам, да и всем другим странам, располагающим соответствующими возможностями, следует в большей мере ориентировать официальное финансирование на предотвращение изменения климата и адаптацию к нему в менее богатых странах.

Признание того, что официальное финансирование сегодня имеет довольно скромные объемы, заставляет обсуждать возможности использования «смешанного финансирования», в рамках которого ОПР «притягивала» бы частный капитал для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов. Например, ОПР могла бы использоваться для субсидирования займов и инвестиций в основной капитал, служить гарантией для частных инвесторов или использоваться в рамках механизмов совместного финансирования. Как отмечалось выше, такой подход, предполагающий использование помощи для привлечения частного финансирования, уже используется в программах внешней помощи ряда развивающихся стран, в том числе Китая. Сегодня его активно продвигают и другие доноры, в частности такие международные организации, как Всемирный банк и ОЭСР<sup>10</sup>.

В определенном смысле, поскольку инвестиции в развитие обязательно создают внешние факторы и взаимодополняющие связи между государственным и частным секторами, а эффективное финансирование инвестиций требует сочетания государственных и частных инициатив, любое финансирование развития неизбежно является смешанным. Более важным представляется вопрос о том, кто осуществляет такое «смешивание», как и с какой целью? Такие инициативы могут иметь не только плюсы, выражающиеся в мобилизации большего объема ресурсов<sup>11</sup>, но и некоторые минусы, на которые обращается внимание в недавних исследованиях<sup>12</sup>. В частности, они сопряжены с риском того, что потоки ОПР будут лишь усиливать неравномерность географического, секторального и институционального охвата, которая характерна для частных рынков. Помощь, связанная с увеличением инвестиций частного сектора, скорее будет направляться в страны со средним уровнем дохода в обход менее благополучных стран. Кроме того, МСП развивающихся стран традиционно не получают достаточной поддержки. Многочисленные попытки использовать ОПР для поддержки частных инвестиций недостаточно отражают многообразие

частного сектора; например, они не всегда учитывают различия между связанными с целями развития расходами на помощь мелким сельскохозяйственным производителям в приобретении продукции производственного назначения и инвестициями в развивающихся странах транснациональных корпораций (ТНК), лишь стремящихся к получению большей прибыли. Кроме того, в тех случаях, когда ТНК получают выгоды от стран-доноров напрямую в обход компаний из развивающихся стран, возникает опасность того, что помощь будет все чаще увязываться с поставкой товаров и услуг компаниями из стран-доноров.

С учетом этих минусов прежде, чем формулировать принципиальные рекомендации на этот счет, международному сообществу следует глубже изучить, как работают данные механизмы и каково их потенциальное влияние на процесс развития. Следует заблаговременно провести оценку, чтобы удостовериться в том, что дополнительные инвестиционные средства пойдут на поддержку компаний, которые в противном случае не смогут вкладывать средства в достижение заявленных целей и осуществление соответствующих видов деятельности, а также убедиться, что эти компании не имеют доступа к другим источникам финансирования. Последствия с точки зрения сокращения бедности и процесса развития должны быть очевидными. Кроме того, альтернативные издержки использования ОПР для привлечения частного финансирования могут оказаться слишком высокими. Вместо этого, возможно, было бы лучше направлять потоки ОПР на укрепление частного производственного сектора развивающихся стран, оказывая поддержку их отечественным МСП и мелким крестьянским хозяйствам. Важно также не допускать того, чтобы такая помощь превращалась в механизм перекалывания рисков с частного сектора на государственный, который платил бы по счетам в случае провала проекта в то время, как потенциальные выгоды от него доставались бы частному сектору. Наконец, к средствам, мобилизованным подобным образом, должны применяться те же критерии оценки эффективности, что и к ОПР в целом.

---

## С. Государственно-частные партнерства в целях развития

---

ГЧП представляет собой договор между правительством и частной компанией, по условиям которого частная компания финансирует, строит и эксплуатирует определенный объект, оказывая услугу, которая традиционно считалась прерогативой государства<sup>13</sup>. В некоторых разновидностях ГЧП частная компания даже «владеет» соответствующими активами, необходимыми для оказания определенной услуги в течение конкретного периода времени. На протяжении ряда лет компания взимает плату либо непосредственно с потребителей, либо с государственного органа, либо в определенной пропорции с тех и других. Поскольку частный партнер не всегда является иностранным инвестором и необязательно получает финансирование из внешних источников, ГЧП не являются инструментом исключительно международного финансирования. Действительно, как показано ниже, крупные компании нередко имеют довольно большие местные фирмы, которые в состоянии осуществлять масштабные инвестиции в инфраструктуру и участвовать в ГЧП.

В последние 20 лет ГЧП получили широкое распространение как в развитых, так и в развивающихся странах, и сегодня интерес к ним возрождается в контексте переговоров о финансировании развития и Целей устойчивого развития. Высказываются надежды на то, что такое использование частного сектора поможет превратить миллионы долларов в миллиарды, а миллиарды – в триллионы.

ГЧП представляется эффективным инструментом генерирования и

реализации инфраструктурных проектов в условиях ограниченности бюджетных ресурсов, что подтверждается рядом успешных примеров. При правильном подходе такое партнерство может также повысить эффективность государственных услуг благодаря техническому опыту частного сектора (ECLAC, 2015). В то же время государственно-частное партнерство сопряжено с многочисленными ловушками и непредвиденными налоговыми и иными расходами, и попытки должным образом сопоставить его эффективность с эффективностью других существующих механизмов, таких как традиционные системы государственного заказа и оказания государственных услуг, предпринимаются нечасто, если предпринимаются вообще. Накопленный странами многолетний опыт говорит о том, что основная нагрузка и впредь будет ложиться на государственные финансы. Для того чтобы добиться от ГЧП того вклада в процесс развития, которого от него ожидают, или сводить к минимуму потенциальные издержки такого партнерства, необходимо действовать очень осторожно (IEG, 2014).

### 1. Масштабы, сфера и виды использования ГЧП

---

В 2013 году финансирование инфраструктурных проектов в развивающихся странах на принципах ГЧП составило порядка 159 млрд. долл.: хотя эта цифра и позволяет говорить о восстановлении после экономического и финансового кризиса 2008-2009 годов, она свидетельствует о резком сокращении такого

финансирования по сравнению с пиковым уровнем 2012 года<sup>14</sup>. Но даже несмотря на недавний спад, использование ГЧП, о котором впервые заговорили в 1980-х годах, заметно расширилось (диаграмма 6.3А), восстановившись после падения вслед за латиноамериканским и азиатским кризисами, а также за скандалом с компанией «Энрон» и другими корпоративными скандалами, которые отразились даже на тех странах, которым прежде удавалось не без успеха привлекать капитал (World Bank, 2009). В развитых странах использование этой практики также расширилось, демонстрируя ту же чувствительность к внешним шокам и экономическим циклам в целом. При этом в Европе стоимость проектов ГЧП составила в 2012 году порядка 13 млрд. долл., что стало самым низким показателем, по крайней мере, за последние 10 лет. Эти тенденции указывают на лежащие впереди вызовы. Хотя заемные средства никогда

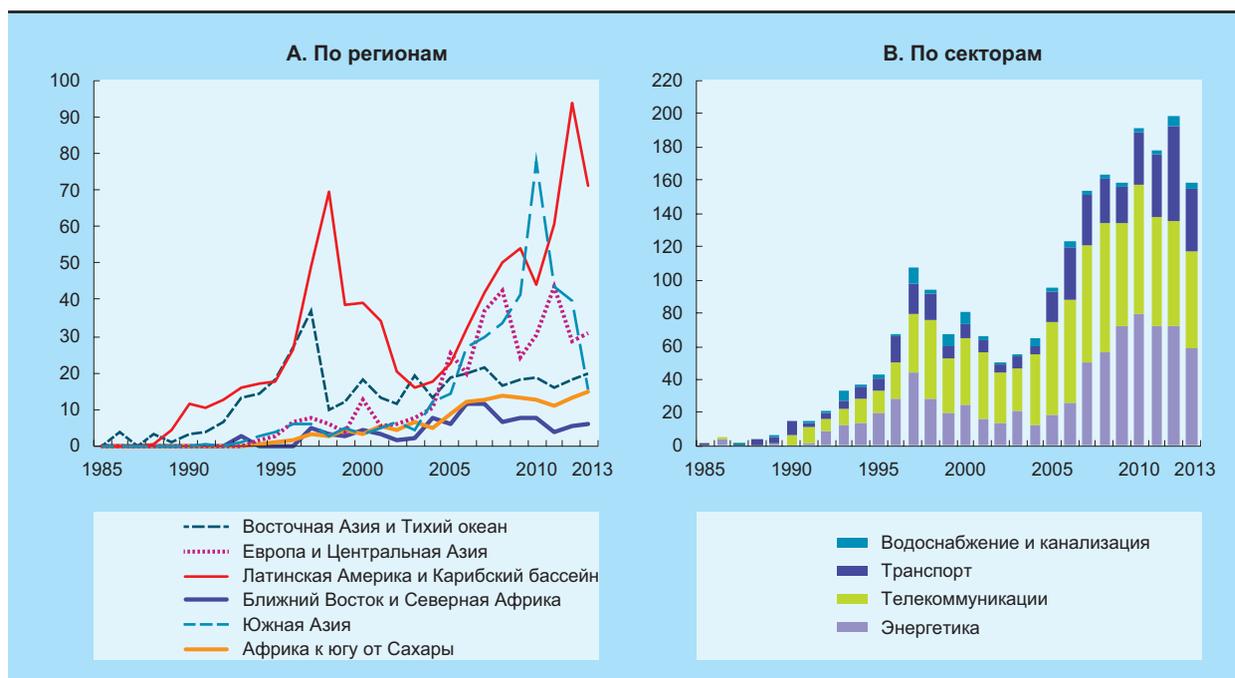
еще не были столь дешевы, финансировать инвестиции в новую инфраструктуру становится все труднее, особенно когда требуется участие в акционерном капитале (Helm, 2010).

Для размещенных в рамках ГЧП инвестиций характерна высокая концентрация в нескольких странах и секторах. 60% всех проектов с частным участием в развивающихся странах приходится на такие страны, как Китай, Бразилия, Российская Федерация, Индия, Мексика и Турция (в порядке убывания). Это указывает на то, что участвующие в ГЧП инвесторы мало чем отличаются от других институциональных инвесторов, предпочитающих крупные и динамичные рынки странам с более уязвимой экономикой, которые имеют самые большие потребности в финансировании. Среди всех развивающихся регионов наибольшая часть проектов на принципах ГЧП

Диаграмма 6.3

### УЧАСТИЕ ЧАСТНОГО СЕКТОРА В ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТАХ, 1985–2013 ГОДЫ

(В млрд. текущих долл.)



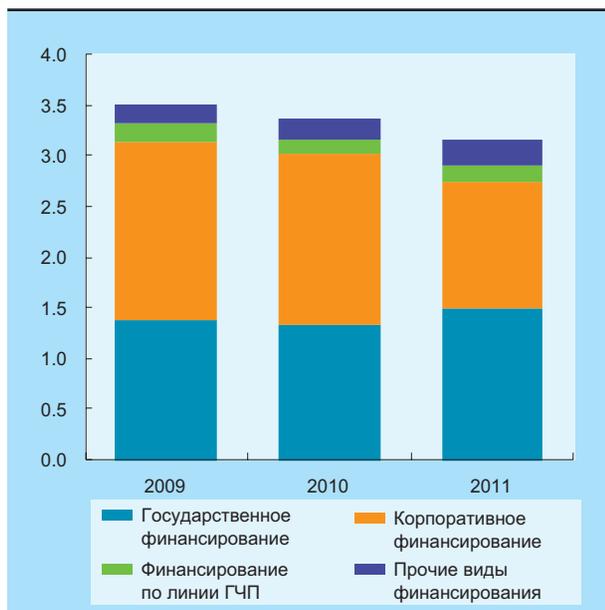
**Источник:** Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе базы данных Всемирного банка «Private Participation in Infrastructure Project Database» (по состоянию на июль 2015 года).

**Примечание:** Страны на диаграмме А те же, что в источнике. Инвестиции по состоянию на год осуществления.

Диаграмма 6.4

**ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНФРАСТРУКТУРНОГО СЕКТОРА В ЕВРОПЕЙСКОМ СОЮЗЕ В РАЗБИВКЕ ПО ВИДАМ ФИНАНСИРОВАНИЯ, 2009–2011 ГОДЫ**

(В процентах от ВВП)



Источник: Европейский инвестиционный банк, 2012 год.

традиционно осуществляется в Латинской Америке, и в 2013 году на этот регион приходилось 45% таких проектов. В странах Африки осуществляется лишь 10% от их числа, хотя в странах Африки к югу от Сахары объем инвестиций стабильно растет (главным образом за счет инвестиций в телекоммуникационный сектор).

Кроме того, инвестиции по линии ГЧП направляются в сравнительно небольшое число секторов: в 2013 году 37% от общей суммы (58 млрд. долл.) были вложены в телекоммуникационный сектор и еще 37% (59 млрд. долл.) в сектор энергетики (диаграмма 6.3В). Для облегчения человеческих страданий важнейшее значение имеют услуги водоснабжения и санитарии, однако они являются наименее вероятным кандидатом на получение финансирования по данному каналу: в 2013 году на нужды этого сектора было выделено лишь 3,5 млрд. долл. (см. также UNCTAD, 2013). Действительно, наибольший коммерческий интерес представляли проекты в области ИКТ и энергетики, в то время

как социально значимые сектора практически не привлекали внимание частных инвесторов (AICD, 2010). Кроме того, ГЧП с большей степенью вероятности будет развиваться на базе уже существующей хозяйственной деятельности (изменение права собственности на уже существующие активы), чем в совершенно новых проектных областях или сопряженных с риском сферах трансформационной деятельности, связанной, например, с изменением климата (WEF, 2014).

В этой связи неудивительно, что расширение использования инструментов ГЧП не освободило государство от обязанностей инвестировать в развитие инфраструктуры, где вклад государственного сектора продолжает иметь решающее значение, особенно в периоды неопределенности. По оценкам, доля государственных инвестиций в инфраструктуру колеблется от 75% до 90% (Estache, 2010; Briceño-Garmendia et al., 2008; Hall, 2015). Даже в Европейском союзе на долю ГЧП в среднем приходится лишь очень небольшая доля инфраструктурных инвестиций, причем некоторые страны отказались от этой формы финансирования вообще (диаграмма 6.4). В развивающихся странах государство финансировало в 2000–2005 годах порядка 70% инвестиций в инфраструктуру, а в странах с наименьшим уровнем дохода эта цифра достигала 90%<sup>15</sup>. Во многом это связано с самой природой инфраструктуры. Как отмечал Всемирный банк (World Bank, 2009:78), «правительства многих стран видят в частном секторе решение всех проблем. Однако частное финансирование, предоставляя дополнительные ресурсы, не меняет основополагающих принципов предоставления инфраструктурных услуг: инвестиции в конечном счете оплачивают потребители или налогоплательщики (отечественные или зарубежные), а центральным элементом любой жизнеспособной схемы создания инфраструктуры, как государственной, так и частной, остаются покрывающие издержки тарифы (и адресные субсидии)».

В итоге даже при использовании ГЧП без государственного финансирования не обойтись. В общем объеме инвестиций в развивающихся странах, которые Всемирный банк относит к широкой категории ГЧП, на государственные

кредиты и вложения в собственный капитал приходится 67%, а на частные кредиты и вложения в собственный капитал – остальная часть (Mandri-Perrott, 2014). Более того, эти данные ограничиваются этапами до выхода проектов на эксплуатационную стадию, на которой непредвиденные обязательства и другие издержки, как правило, серьезно увеличивают общий размер государственных расходов.

Исторически среди частных участников инфраструктурных проектов, особенно масштабных, преобладали крупные ТНК, domiciliрованные в странах ОЭСР (OECD/NEPAD, 2005). Информация из базы данных Всемирного банка о частном участии в инфраструктуре за период 2010–2014 годов свидетельствует о том, что во многих развивающихся странах по-прежнему широко представлены иностранные инвесторы, доля которых в размещенных в рамках ГЧП инвестициях достигает порядка 58% в Мексике и 35% в Китае (участие в инвестициях, имеющих полное или частичное иностранное происхождение). В дополнение к другим аспектам инфраструктурных проектов развивающимся странам это добавляет, в частности, риски, присущие частному внешнему финансированию. Когда проекты финансируются за счет международных займов, для погашения долга и выплаты дивидендов требуется иностранная валюта, в то время как прибыль (если таковая имеется) проект получает в более слабой местной валюте. Внезапные изменения обменных курсов могут нанести сильнейший удар по прибыльности проектов, как это произошло в Латинской Америке и Юго-Восточной Азии в 1990-х годах. Это «помогает объяснить снижение интереса к таким проектам со стороны международного инвестиционного сообщества» (OECD/NEPAD, 2005: 171)<sup>16</sup>. В результате в некоторых странах присущие ГЧП валютные риски приходится брать на себя правительству принимающей страны. В то же время, если опираться на базу данных о частном участии в инфраструктуре, данные за 2010–2014 годы говорят о том, что в четырех из шести развивающихся стран и стран с переходной экономикой, на которые приходится основная часть осуществляемых по линии ГЧП проектов, отечественные компании играли более важную роль, чем иностранные. Исключительно с отечественным участием

осуществляется 81% проектов в Индии, примерно 60% проектов в Китае, 55% проектов в Турции и 39% проектов в Бразилии (полностью с иностранным участием, по оценкам, осуществляется 14% проектов)<sup>17</sup>. В частности, преобладание отечественных участников, по всей видимости, характерно для менее крупных проектов, однако, пока еще рано говорить о том, является ли такое изменение в источниках финансирования постоянным или циклическим, вызванным посткризисными условиями. Как бы то ни было, если средства занимают за рубежом, валютные риски возникают и у отечественных, и у зарубежных партнеров по проекту.

Некоторые из участвующих в ГЧП более крупных компаний занимают в своих странах квазимонопольное положение; других связывают с принимающими странами культурные или языковые узы<sup>18</sup>. Такая концентрация означает, что правительства, ведя переговоры об условиях участия в ГЧП частных партнеров, не всегда имеют дело с множеством конкурирующих между собой разобщенных поставщиков. Например, в транспортных тендерах участвуют не более двух–трех подрядчиков (Estache and Serebrisky, 2004), причем конкуренцию можно еще сильнее ограничить, организовав многоступенчатый процесс: в первом раунде может быть отобрана компания, подробная заявка от которой потребуется лишь во втором раунде, где у нее уже не останется конкурентов. Более того, может оказаться, что правительство имеет дело с корпорацией, оказывающей не менее, а, возможно, даже более сильное влияние на рынок, чем оно само (OECD/NEPAD, 2005). Это может не только вызвать дисбаланс при согласовании условий контрактов, но и повлиять на урегулирование конфликтных ситуаций в случае их возникновения, поскольку компании-партнеры могут оказаться достаточно крупными и влиятельными для того, чтобы бросить вызов органам регулирования (Shaoul, 2009)<sup>19</sup>.

## 2. Оценка роли и издержек ГЧП

Одна из главных причин, заставляющих правительства предпочитать ГЧП собственным инвестициям и закупкам, заключается в том,

что они рассчитывают таким образом привлечь дополнительное финансирование сверх тех объемов, которые они могут предложить сами. Однако результаты этого в лучшем случае неоднозначны. По мнению некоторых специалистов, на дополнительное финансирование могут рассчитывать скорее развивающиеся, чем развитые страны (Winch et al., 2012), особенно если капитал привлекается за пределами страны. Проанализировав десятилетний опыт поддержки Всемирным банком ГЧП в странах с переходной экономикой, развивающихся и наименее развитых странах, независимая группа по оценке (НГО) пришла к выводу, что «вопреки интуитивным представлениям, ГЧП, как правило, не дают государственному сектору дополнительных ресурсов» (IEG, 2014: 6). Если ГЧП более эффективны, чем государственный сектор, и могут предложить более дешевое финансирование, дополнительный финансовый эффект от такого партнерства может заключаться в экономии. Однако, практические результаты в плане эффективности неоднозначны.

Более того, опыт развитых стран говорит о том, что воспользоваться дополнительным финансированием можно лишь при совершенно определенных условиях. В реальности речь может идти о «псевдодополнительности, возникающей благодаря правилам бухгалтерского учета» (Winch et al., 2012: 15), когда ГЧП становится инструментом преодоления административных (а не макроэкономических или реальных) ограничений, например требований бюджетной ответственности. Один из возможных путей их преодоления заключается в реализации проектов за счет внебюджетного частного финансирования. Однако, поскольку со временем будут возникать и другие бюджетные расходы, которые придется учитывать в бюджете и которые будут связаны, например, с последующими субсидиями и другими стимулами, даже такой бухгалтерский эффект может оказаться и, как правило, оказывается недолговечным.

Еще один аргумент в защиту ГЧП заключается в том, что такие партнерства открывают возможность повышения эффективности и получения большей отдачи от вложенных средств. Если говорить о коммерческих показателях на этапе строительства, большинство

проектов, осуществлявшихся на принципах ГЧП при поддержке Всемирного банка, были успешными в том смысле, что они были завершены в срок или без превышения бюджета: 62% проектов, проанализированных НГО, получили оценку «удовлетворительно» и выше. Однако при этом не принимались во внимание более широкие показатели, характеризующие долгосрочную устойчивость проектов на протяжении всего жизненного цикла. Из 128 рассмотренных проектов учет качества услуг велся лишь в десяти случаях, эффективности – в восьми случаях, а налоговых показателей – в одном единственном случае. Факт повышения доступности услуг для бедных слоев населения удалось подтвердить лишь примерно в 10% случаев (IEG, 2014). Неполнота данных не позволяет сделать выводы о влиянии ГЧП на конечных пользователей.

Отмечалось, что проекты ГЧП, как правило, обходятся дороже, чем традиционная закупка или оказание услуг государственным сектором хотя бы потому, что государство может занимать дешевле, чем частные структуры<sup>20</sup>. По итогам проведенного ОЭСР обследования 18 стран, информация по которым позволяет оценить процентный вклад ГЧП в создание инфраструктуры общего пользования, был сделан вывод об «отсутствии достаточной информации для того, чтобы эмпирически проанализировать, приносит ли ГЧП большую отдачу, чем традиционные инфраструктурные проекты (ГИП), на протяжении всего их жизненного цикла. Этот вывод идет вразрез с выдвигаемыми основаниями для выбора ГЧП, согласно которым на протяжении всего жизненного цикла такие партнерства дают большую отдачу на вложенные средства» (Burger and Hawkesworth, 2013: 69).

Сравнительно немного данных можно найти и о влиянии ГЧП на процесс развития. На результатах ГЧП сильно сказывается тот факт, что свыше половины все договоров о таком партнерстве со временем пересматриваются, в среднем каждые два года (IEG, 2014). Новые условия, как правило, благоприятствуют концессионерам: тарифы повышаются, отчисления снижаются, исполнение обязательств отсрочивается, – что потенциально ложится дополнительным бременем на плечи государственного партнера, отвечающего за оказание

надлежащих услуг (по качеству, цене и охвату). Это касается не только проектов, осуществляемых при поддержке Всемирного банка: проведенное ОЭСР среди прибегающих к практике ГЧП стран-членов обследование показало, что, когда пересмотр договоров происходит по инициативе частного партнера, высока вероятность того, что правительство получит меньшую отдачу от вложенных средств по сравнению с условиями первоначального соглашения (Burger and Hawkesworth, 2013).

Все это означает, что в рамках ГЧП на правительства ложатся на удивление масштабные обязательства и ответственность и что данная проблема заслуживает более пристального внимания. Обязательства могут быть явно выраженными и подразумеваемыми, носить договорный и недоговорный характер. Некоторые из них очевидны с самого начала. Например, в Китае иностранные инвесторы обычно требуют гарантированный или минимальный фиксированный доход; в Республике Корея гарантии получения минимального дохода не только сыграли важную роль в привлечении частного капитала, но и стали причиной злоупотреблений (Winch et al., 2012). С течением времени могут возникать и другие обязательства, ставя перед правительствами серьезные проблемы с учетом того, что срок реализации отдельных проектов может достигать 30 и более лет.

В отношении выборки из 128 проектов, осуществляемых по линии ГЧП, Всемирный банк пришел к выводу о невозможности определить, какую часть рисков несут частные, а какую – государственные партнеры, поскольку «непредвиденные обязательства, возникающие по ходу проекта, редко можно измерить на проектном уровне» (IEG, 2014: 40). Отчасти это связано с отсутствием стандартной финансовой отчетности, что осложняет для инвесторов и правительств оценку рисков, возникающих в ходе осуществления проектов на принципах ГЧП. Резко сократил использование ГЧП Китай, поскольку в ходе этих проектов возникали обязательства, создающие серьезные трудности на

местном уровне; достигнув пика в 6% государственных расходов и 0,8% валового внутреннего продукта (ВВП) в период 1995–1997 годов, стоимость этих проектов резко сократилась (Ahmad et al., 2014). В Бразилии для органов управления на уровне штатов и на местном уровне были установлены пределы обязательств, которых некоторые штаты уже достигли и были вынуждены обратиться за федеральной помощью.

Это может стать проблемой не только для стран, создающих ГЧП впервые, но и для стран, где уже осуществляются проекты на принципах ГЧП. Проведенное ОЭСР исследование показало, что большинство стран, выбирая между ГЧП и традиционными механизмами реализации инфраструктурных проектов, исходят

из своих среднесрочных возможностей. Однако долгосрочная перспектива может оказаться совершенно иной, и государство должно с самого начала ориентироваться на полную смету капитальных затрат (Burger and Hawkesworth, 2013). Даже когда проектные

---

Масштабы ответственности и обязательств, которые ложатся на правительства в рамках ГЧП, нередко намного превосходят ожидания.

---

расходы должны полностью покрываться за счет сборов с потребителей, а не из государственного бюджета, органам планирования необходимо представлять себе будущие бюджетные последствия, если по какой-либо причине схема взимания платы с потребителей не сработает, например, если спрос не оправдает ожиданий или если потребители не пожелают или не смогут оплачивать расходы. Включение в смету будущих государственных обязательств за весь жизненный цикл проекта может привести к серьезному росту бюджетной нагрузки. Например, в Соединенном Королевстве озабоченность по поводу размера платежей, которые ежегодно должно перечислять государство (примерно 9 млрд. фунтов стерлингов в год на протяжении следующих нескольких десятилетий) заставила министерство финансов страны пересмотреть условия всех ГЧП и выпустить новые руководящие принципы.

Обязательства у государства могут возникать по-разному: либо в силу формальных договорных положений, либо в неофициальном порядке в силу того простого факта, что

государство является поставщиком услуг последней инстанции. Когда что-то идет не так, нагрузка на бюджет может оказаться довольно высокой, о чем свидетельствует опыт инфраструктурных проектов в Мексике. В начале 1990-х годов Мексика приступила к реализации масштабной программы дорожного строительства с участием свыше 50 ГЧП (концессий), привлекавшихся для строительства и эксплуатации платных дорог общей протяженностью 5 500 км. Концессионеры активно использовали заемные средства, привлекавшиеся ими под плавающий процент у местных банков, которые принадлежали местным органам власти и которых заставляли кредитовать проекты. За счет взимания платы с пользователей планировалось не только погасить долги, но и обеспечить прибыль частным партнерам. Однако расходы оказались выше, а объем перевозок – ниже, чем предполагалось, процентные ставки со временем выросли, и возросшие долговые обязательства оказались на балансе банковской системы, которая к моменту, когда произошли макроэкономические потрясения, уже находилась в сложной ситуации. Федеральное правительство было вынуждено вмешаться, несмотря на отсутствие конкретных гарантий, которые заставляли бы его сделать это. Оно полностью реструктурировало программу дорожного строительства, оказав помощь концессионерам, выкупив 25 из них и взяв на себя их долговые обязательства на сумму, близкую к 8 млрд. долл. (Ehrhardt and Irwin, 2004).

Неудовлетворительные итоги осуществления проектов на принципах ГЧП в некоторых странах стали следствием того, что на них преждевременно был поставлен крест. Если говорить конкретно о водном хозяйстве, за последние 15 лет 180 городских и других населенных пунктов в 35 странах восстановили контроль над услугами водоснабжения (Water Justice, 2014). Такая «муниципализация» имеет под собой три основные причины: повсеместные проблемы с приватизацией водного хозяйства, которые, на первый взгляд, не зависят от страны или режима регулирования; отсутствие необходимости выплачивать дивиденды или прибыль частным операторам, что делает государственные услуги водоснабжения не менее, а даже более эффективными

и дешевыми; и наличие у государственного сектора сравнительных преимуществ в вопросах, от которых зависит благополучие человека и достижение социальных и природоохранных целей (Lobina and Hall, 2013).

### 3. Последствия для политики

В условиях недостатка других внешних источников ГЧП могут оставаться полезным механизмом долгосрочного финансирования развития, особенно в случае сохранения реальных или кажущихся реальными бюджетных проблем, не позволяющих государству напрямую использовать госзаказ для удовлетворения долговременных потребностей развития. В то же время правительствам важно в полной мере понимать все последствия и результаты использования такого механизма и помнить о потенциальных издержках этих проектов и отдаче от них на протяжении всего срока их жизни, с тем чтобы впоследствии не столкнуться с неприятными бюджетными проблемами.

Для начала необходимо повысить прозрачность и подотчетность ГЧП, в том числе стандартизировать процедуру учета и раскрытия общественно-значимых операций, в частности перейти на ведение бухгалтерии по методу начисления, отражая в ней долгосрочные инвестиции и обязательства. Даже когда правительства не берут на себя конкретные гарантии, им приходится нести значительную часть обязательств. Особую озабоченность вызывает то, что многие страны по-прежнему не имеют необходимой базовой системы бухгалтерского учета. Как ни парадоксально, именно страны, возлагающие наибольшие надежды на ГЧП, могут иметь наименьшие возможности для эффективного использования этого механизма.

Применительно к ГЧП необходимо также усовершенствовать процесс принятия решений. В качестве механизма мобилизации долгосрочных инвестиций на социальные цели ГЧП подходят не во всех случаях. Вот почему, прежде чем отдавать им предпочтение в ряду различных инструментов создания общественно

необходимых товаров и услуг, следует внимательно анализировать ситуацию. Речь идет также о совершенствовании предпроектного планирования, тщательном сравнении с другими механизмами, такими как госзаказ, повышении прозрачности договорных условий, в том числе условий пересмотра контрактов, их расторжения или выхода из них, а также о выявлении и количественной оценке бюджетных последствий. Для того чтобы содействовать

повышению честности и прозрачности ГЧП, а также ответственности их участников перед обществом, правительствам следует также раскрывать документацию и информацию, имеющие отношение к таким партнерствам и заключаемым в рамках них контрактам. Возможно, было бы также полезно создать форум для обмена знаниями и опытом, а также организовать в этих целях сеть контактов между развивающимися странами.

---

## Д. Смогут ли помочь суверенные фонды?

---

Правительства многих стран и региональные структуры, которые в последние годы смогли накопить крупные валютные активы, стремясь найти им более прибыльное применение, вместо дальнейшего наращивания валютных резервов пошли по пути создания суверенных фондов (СФ). На сегодняшний день общий объем этих государственных активов превышает 7 трлн. долларов. В некоторых кругах это породило надежды на то, что СФ будут дополнять существующие источники финансирования развития, в частности, поскольку более 40 из 52 созданных с 2000 года фондов находятся в развивающихся странах и 32 из них располагают активами, превышающими 10 млрд. долларов. В марте 2015 года общий размер активов СФ оценивался почти в 6 трлн. долл. (SWF Institute, 2015), из которых 87% приходились на фонды всего лишь семи развивающихся стран (Китай, Кувейт, Катар, Объединенные Арабские Эмираты, Республика Корея, Саудовская Аравия и Сингапур).

Помимо фондов, создаваемых исключительно на случай дестабилизации макроэкономической ситуации (которые инвестируются в мобильные высоколиквидные инструменты, например в государственные облигации и денежные средства), многие СФ наделены также правом накапливать капитальные

резервы для будущих поколений, что позволяет им вкладывать свободные остатки в акции и долгосрочные «альтернативные инструменты», которые имеют невысокую ликвидность. От некоторых из них конкретно требуется поддерживать процесс национального или регионального развития благодаря инвестициям в инфраструктуру. СФ, как правило, имеют большую свободу в выборе категорий активов по сравнению с более консервативными в плане готовности к риску фондами под управлением центральных банков, пенсионными и другими фондами. О структуре портфелей СФ можно судить по недавним решениям разных фондов: в русле усилий по противодействию изменению климата норвежский государственный СФ недавно взял на себя обязательство выйти из акций мировых угольных компаний, сингапурский фонд «Темасек» имеет инвестиции в национальных и региональных объектах инфраструктуры, а Фонд поддержки производственной промышленной революции Многонационального Государства Боливия, помимо прочего, инвестирует средства в медицинскую отрасль, производство цемента и пищевую промышленность.

На практике лишь немногие СФ пользуются этой свободой, вкладывая средства таким образом, чтобы помочь развивающимся

странам в удовлетворении долгосрочных инвестиционных потребностей. В своих инвестиционных решениях они, как правило, копируют действия игроков на частных рынках, отдавая предпочтение отдельным странам (например, Китаю, Соединенному Королевству и Соединенным Штатам) и краткосрочным вложениям в те сектора, где эти вложения, по их мнению, не несут большого риска (Inderst and Steward, 2014; IPE and Stirling, 2013). И хотя свыше половины всех СФ инвестируют тот или иной объем ресурсов в инфраструктуру (как правило, в энергетику, транспорт и телекоммуникации), эти инвестиции опять же в основном размещаются в развитых странах (Inderst and Steward, 2014).

О процедурах принятия решений в СФ известно немного, поскольку подробные сведения о своей деятельности раскрывают менее половины из них (Baue, 2015). Для некоторых из них ограничением служат их уставные документы. Например, некоторые фонды, такие как Фонд пулы в Ботсване, не имеют права

размещать инвестиции в стране, а другие уполномочены вкладывать средства у себя в странах и в инфраструктурные объекты. Техническая помощь может способствовать расширению проектных возможностей развивающихся стран, и такая помощь вполне может стать ответом критикам, утверждающим, что некоторые СФ не стремятся инвестировать в эти страны из-за отсутствия достаточного числа привлекательных для них крупных проектов. Здесь могут пригодиться механизмы сглаживания рисков, например предпроектные оценки или гарантии на случай непредвиденных ситуаций. В то же время, поскольку официально заявленная цель СФ, как правило, заключается в том, чтобы накапливать средства для страны с тем, чтобы будущие поколения могли воспользоваться плодами (возможно, неожиданными) сегодняшних усилий, им приходится инвестировать в надежные инструменты, дающие позитивную отдачу – либо социальную, либо финансовую.

---

## Е. Банки развития: эволюция и потенциал поддержки развития

---

### 1. *Отличительные особенности банков развития*

---

Многосторонние банки развития играют и могут и впредь играть важную роль источников долгосрочного финансирования, которое нельзя получить у частных кредиторов<sup>21</sup>. Сопровождающийся преобразованиями процесс развития, как правило, требует осуществления, помимо прочего, крупных проектов с длительным сроком окупаемости, сопряженных с рисками, которые не готовы брать на себя частные банки, особенно когда их собственные

пассивы носят краткосрочный характер. Кроме того, многие масштабные проекты дают позитивный внешний эффект, вследствие чего отдача от них для общества превосходит отдачу для частных инвесторов. Банки развития (как национальные, так и многосторонние) специально создаются для восполнения недостатков, присущих частным потокам капитала и рынкам. Они имеют ясный мандат – оказывать поддержку проектам развития, которые обычно требуют долгосрочного финансирования, – и капитальную базу, в которой преобладают долгосрочные пассивы, что согласуется с их мандатом. Их капитал в большинстве случаев

имеет суверенных собственников с высоким рейтингом, что позволяет банкам сравнительно дешево занимать средства на финансовых рынках на длительный срок<sup>22</sup>. Банки развития являются не только источниками долгосрочного финансирования, но и «маркет-мейкерами», создающими и предлагающими такие инструменты финансирования, которые позволяют лучше распределять во времени риски между кредиторами и заемщиками, в том числе благодаря совместному с частными инвесторами финансированию.

Банки развития могут также способствовать восполнению недостатка информации у частного сектора, помогая отсеивать, оценивать и контролировать проекты. В отличие от частных банков банки развития, как правило, имеют собственные технические и управленческие кадры, позволяющие им принимать участие в принятии решений, связанных с выбором технологий, а также определением масштабов и географии проектов. Это помогает им диверсифицировать ресурсы, позволяя привлекать кредиторов с разными техническими возможностями для оценки жизнеспособности и потенциала проектов. Таким образом, банки развития имеют уникальные особенности, дающие им серьезные сравнительные преимущества над частными финансовыми учреждениями, в том числе инструментами для смягчения конкретных рисков, которые не желает брать на себя частный сектор, и возможностями для эффективного использования комплементарных связей между ними и их частными партнерами (Buitter and Fries, 2002).

Эти банки, как правило, уполномочены предоставлять кредиты на условиях, делающих промышленные и инфраструктурные инвестиции целесообразными. Они предлагают оборотный капитал и средства для долгосрочных инвестиций и иногда даже участвуют в акционерном капитале. Для защиты своих инвестиций они зачастую внимательно наблюдают за деятельностью компаний-заемщиков, иногда

назначая своих представителей в их советы директоров.

На протяжении долгого времени национальные банки развития являлись предвестниками появления многонациональных банков. Например, в Германии немецкие «Grossbanken» или универсальные банки в XIX и XX столетиях активно предоставляли долгосрочные кредиты, финансируя их за счет привлечения краткосрочных средств. В результате эти банки иногда сталкивались с недостатком ликвидности, и им постоянно требовался надежный доступ к ресурсам кредитора последней инстанции или центрбанка (Reichsbank). Утверждается, что это «очевидный пример планового институционального строительства» для финансирования необходимых

---

Банки развития имеют ясный мандат – оказывать поддержку проектам развития, которые обычно требуют долгосрочного финансирования, и капитальную базу, в которой преобладают долгосрочные пассивы.

---

долгосрочных инвестиций. Универсальные банки являлись не только частными акционерными обществами с ограниченной ответственностью, но и инструментами государства, действуя в его интересах в обмен на мощную поддержку ликвидностью (De Sessa 2005: 355). Изучив немецкий опыт, а также опыт официальной банковской системы Японии, которая финанси-

ровала развитие ориентированной на экспорт промышленности при поддержке и под руководством Банка Японии и японского правительства, многие развивающиеся страны решили создать самостоятельные учреждения для финансирования развития, перед которыми были поставлены конкретные задачи по финансированию (Chandrasekhar, 2014).

Свыше половины учреждений, занимающихся финансированием развития в развивающихся странах, являются небольшими структурами, активы которых не достигают и 10 млрд. долларов. В то же время около 5% из них представляют собой мега-банки с активами свыше 100 млрд. долларов. В их число входят, например, Банк развития Китая (БРК), Национальный банк экономического и социального развития (БНДЭС) Бразилии (Chandrasekhar, 2014).

Международные и многонациональные банки развития, безусловно, могли бы играть еще более важную роль, если бы они также помогли развивающимся странам восполнять дефицит иностранной валюты и предоставляли займы под менее высокий процент благодаря более широкому доступу на мировые рынки капитала. Как отмечалось выше, такой дефицит финансирования связан с общественным характером некоторых инвестиционных проектов, недостаточными финансовыми возможностями национальных (и субнациональных) органов управления для осуществления крупномасштабных проектов и нежеланием частного сектора участвовать в долгосрочных крупных проектах, которые они считают слишком рискованными. Поскольку государственные инвестиции по своей природе приносят не прямую финансовую прибыль, а долговременную косвенную отдачу в виде более высоких темпов роста, от которых в конечном счете и зависит способность обслуживать долговые обязательства, это может являться и, как правило, является одним из главных препятствий для коммерческого финансирования.

Одна из областей, где сохраняется серьезный дефицит финансирования, – инфраструктура, размер недофинансирования которой, по оценкам, превышает 1 трлн. долл. (Bhattacharya and Romani, 2013). Как указывается в разделе С, проблему не могут решить даже основанные на принципах ГЧП инновационные механизмы восполнения этого дефицита, которые к тому же сопряжены с очень высокими бюджетными расходами. По оценкам, для удовлетворения потребностей развивающихся стран в росте и развитии затраты на инфраструктуру должны вырасти с 3% до 6–8% ВВП развивающихся стран. Однако инфраструктурные инвестиции частного сектора не только сравнительно невелики, но и сосредоточены всего лишь в нескольких секторах – энергетике, транспорте и ИКТ (Estache, 2010). Особенно слабо частный сектор представлен в региональных инфраструктурных проектах, что объясняется сложностью механизмов управления трансграничными проектами и присущими им политическими рисками. Многосторонние банки развития, особенно региональные, могут играть ведущую роль в финансировании развития региональной инфраструктуры, поскольку их международный или региональный статус, накопленные

знания и доступ к различным инструментам финансирования и осуществления позволяет им решать задачи коллективного взаимодействия и координации.

Международные банки развития могут предоставлять странам с низким уровнем дохода займы на проекты развития по льготным ставкам процента. В 2013 году их портфель льготных кредитов достиг почти 20 млрд. долл., или 30,4% их совокупного кредитного портфеля<sup>23</sup>. Помимо этого, как национальные, так и многосторонние банки развития могут выполнять антициклическую функцию, предоставляя проектное финансирование для восполнения нехватки средств в условиях сокращения частного кредитования в периоды рецессий и кризисов (Osampo et al., 2007). Они могут также поддерживать или даже наращивать кредитование в периоды потрясений, связанных, например, с резким изменением цен на сырье или со стихийными бедствиями. Это, в свою очередь, может помочь странам сохранить уровень дохода и экономической активности, а также возможности импорта после подобных шоков. Это наглядно проявилось, например, во время глобального финансового кризиса, когда масштабы кредитования БРК и БНДЭС позволили частично компенсировать ожидавшееся падение инвестиций во время кризиса (Ferraz, 2012). Перед некоторыми региональными банками, например, перед Европейским инвестиционным банком (ЕИБ) прямо поставлена задача осуществлять антициклическое кредитование<sup>24</sup>. Это свидетельствует о том, что для международных/региональных банков развития и их национальных партнеров поддержка доходов и занятости может быть одной из непосредственных стратегических задач.

## **2. Банки развития: меняющийся ландшафт**

На протяжении свыше полувека Всемирный банк и различные региональные банки развития, такие как Азиатский банк развития (АБР), Африканский банк развития (АфБР), Межамериканский банк развития (МАБР), ЕИБ и Исламский банк развития (ИБР), играли ключевую роль в финансировании долгосрочных

проектов по всему миру. Они помогали восполнять нехватку средств, в первую очередь для финансирования крупных инфраструктурных проектов, а в последнее время и для социальных и природоохранных проектов. Однако в силу довольно скромного размера их кредитов эти учреждения могли восполнить дефицит финансирования далеко не в полной мере<sup>25</sup>.

Частично эти потребности в финансировании покрывали также другие субрегиональные банки. В регионе Латинской Америки и Карибского бассейна работают Центральноамериканский банк экономической интеграции, Карибский банк развития и Андская корпорация развития (Corporación Andina de Fomento, или КАФ). Последняя, которая сегодня известна как Банк развития Латинской Америки, была создана для поощрения устойчивого развития и региональной интеграции своих стран-учредителей – Боливарианской Республики Венесуэлы, Многонационального Государства Боливии, Колумбии, Перу и Эквадора. Членский состав этого банка с момента его основания постепенно расширялся, и сегодня в него входят большинство стран Латинской Америки и Карибского бассейна, а также Португалия и Испания. Банк содействует укреплению национальных производственных секторов своих членов, в первую очередь тех из них, которые производят товары и услуги с высокой добавленной стоимостью, а также созданию рабочих мест и повышению доступности социальных услуг, в том числе услуг образования, здравоохранения, водоснабжения и санитарии. В 2013 году КАФ утвердила кредиты на сумму свыше 12 млрд. долл., т.е. примерно на ту же сумму, что и МАБР<sup>26</sup>. Хотя КАФ принадлежит главным образом развивающимся странам, банк имеет довольно мощную капитальную базу, которая наряду с безупречной историей возврата кредитов помогла ему получить от международных рейтинговых агентств инвестиционный рейтинг – более высокий, чем у большинства латиноамериканских стран. Четкий и сфокусированный мандат банка, компактная

управленческая структура, тщательная экономическая оценка проектов, оперативная процедура их утверждения и выдача кредитов без каких-либо дополнительных условий помогают объяснить его успешность и постоянно высокие кредитные рейтинги (Griffith-Jones et al., 2008).

В Африке важным источником внешнего долгосрочного финансирования является АфБР. Кроме того, в Африке существует много субрегиональных банков, в том числе: Восточноафриканский банк развития, Западноафриканский банк развития, Банк развития центральноафриканских государств, Банк торговли и развития Востока и Юга Африки, широко известный как Банк Зоны преференциальной торговли (Банк ЗПТ), и Банк развития Юга Африки (полностью принадлежит Южной Африке, обслуживая при этом Сообщество развития Юга Африки с акцентом на крупные инфраструктурные проекты). В то же время эти банки не имеют достаточных возможностей финансирования крупных проектов развития в масштабах, отвечающих потребностям соответствующих субрегионов<sup>27</sup>. Это можно объяснить небольшой капитальной базой банков и тем, что большинство их акционеров являются странами-заемщиками, не располагающими достаточными финансовыми ресурсами для существенной докапитализации банков. В Азии ведущую роль в финансировании долгосрочных проектов, в том числе инфраструктурных, в отсутствие субрегиональных банков играет Азиатский банк развития (АБР).

В последние годы некоторые национальные банки развития стали превращаться во все более важных международных игроков, предлагающих внешнее финансирование в рамках своих международных операций. Наиболее активными международными кредиторами являются Банк развития Китая (БРК), Экспортно-импортный банк Китая, бразильский БНДЭС и Германский банк развития (Kreditanstalt für Wiederaufbau – KfW). В международных

---

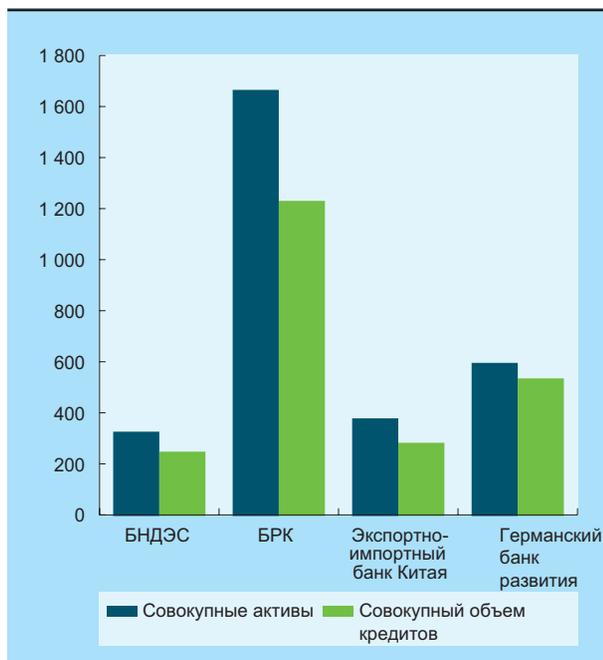
В последние годы некоторые национальные банки развития стали превращаться во все более важных международных игроков, предлагающих внешнее финансирование в рамках своих международных операций.

---

Диаграмма 6.5

### СОВОКУПНЫЕ АКТИВЫ И СОВОКУПНЫЙ ОБЪЕМ КРЕДИТОВ НАЦИОНАЛЬНЫХ БАНКОВ РАЗВИТИЯ, 2014 ГОД

(Млрд. долл.)



Источник: Ежегодная отчетность банков.

операциях эти крупнейшие международные банки задействуют значительную часть своих совокупных активов и кредитных ресурсов, которые могут быть довольно значительными (диаграмма 6.5).

БРК и Экспортно-импортный банк Китая являются двумя из трех «политических» банков, созданных Китаем в 1994 году для содействия достижению конкретных целей развития, намеченных правительством страны. БРК – главный источник долгосрочного финансирования инфраструктурных проектов, например железных и автомобильных дорог и телекоммуникаций, а также крупных инвестиций в базовые и тяжелые отрасли промышленности, такие как нефтехимия. Функции Экспортно-импортного банка Китая заключаются в поддержке китайского экспорта и импорта продукции машиностроительной и электронной промышленности, оборудования и высокотехнологичных товаров, а также

иностраных инвестиций китайских компаний. Помимо этого, банк финансирует китайские программы международного сотрудничества, предоставляя льготные кредиты за рубежом (Poon, 2014; China Exim Bank, 2014).

С начала 2000-х годов оба этих китайских банка активно занимаются международным финансированием развивающихся стран. Своим кредитованием они поддерживали китайскую стратегию внешней экспансии, которая стала отражением новой роли этой страны как формирующейся глобальной сверхдержавы. К числу новых инициатив относятся планы участия в создании нового «шелкового пути», предполагающие крупные инфраструктурные инвестиции в Азии, а также дальнейшее финансирование стран Африки, Азии и Латинской Америки в рамках соглашений о сотрудничестве Юг–Юг.

В 2014 году предоставленные БРК валютные кредиты составляли в общей сложности 267 млрд. долл., или примерно 22% от всего кредитного портфеля. Эти кредиты предоставлялись главным образом на развитие инфраструктуры ряда развивающихся стран, облегчая тем самым Китаю доступ к сырью и удешевляя его транспортировку<sup>28</sup>. Банк предлагает финансирование и через другие механизмы, такие как Китайско-африканский фонд развития (КАФР), для которого он служил на первом и втором этапах единственным источником капитала. КАФР финансирует 80 проектов в самых разных областях, в том числе в сфере региональных авиаперевозок, портового хозяйства, электроэнергетики, фармацевтики и автосборки, общий объем инвестиций в которые составил в 2014 году 3,1 млрд. долларов.

Вместе с БРК стратегические партнерские связи с другими развивающимися странами поддерживает и Экспортно-импортный банк Китая. Он предоставляет преференциальные займы в разных странах и регионах, в том числе в Африке, Азиатско-Тихоокеанском регионе, Центральной и Восточной Европе и в Карибском бассейне (China Exim Bank, 2014). В 2014 году фактически выплаченный экспортерам объем кредитов достиг 287,8 млрд. долл., из

которых 15,2% были израсходованы в рамках зарубежных строительных контрактов, а 7,9% в связи с зарубежными инвестиционными проектами. Недавно банк оказал поддержку созданию высокоскоростных сетей железнодорожных, автомобильных и региональных авиаперевозок (проект «трех сетей») в Африке, предоставив на эти цели кредиты (частично льготные) и помощь по другим каналам (China Exim Bank, 2014: 9).

Помимо этих национальных китайских банков развития, деятельность которых имеет международный охват, еще одним известным национальным банком развития является бразильский банк БНДЭС, который в последние годы занимался финансированием развития как у себя в стране, так и за рубежом. Созданный в 1952 году первоначально для финансирования развития отечественной инфраструктуры в русле стратегии модернизации и индустриализации страны, он впоследствии расширил сферу своего внимания, распространив его на отрасли, выпускающие средства производства, и на другие промышленные сектора. С 1990-х годов он занимается финансированием и экспортных секторов. В 2000-х годах банк расширил свои международные операции, что стало отражением готовности бразильского правительства играть более важную роль на международной арене. Новая стратегия предусматривала поддержку региональной экономической интеграции, а следовательно, и инвестиций в соседних странах и укрепления экономических связей Бразилии с быстрорастущими развивающимися регионами, особенно Африкой. Предоставляемые банком займы помогали и интернационализации деятельности крупных бразильских корпораций.

В 2014 году 14% суммарного кредитного портфеля банка приходилось на займы в иностранной валюте. Поскольку со своим кредитным портфелем, составившим в 2014 году в общей сложности 245 млрд. долл. (диаграмма 6.5), БНДЭС является одним из крупнейших национальных банков развития в мире, его кредитование имеет большое значение, особенно для менее крупных стран, которым не хватает средств для финансирования масштабных проектов развития.

Например, банк играет очень важную роль в поддержке проектов развития в Южной Америке, кредитуя такие небольшие страны, как Эквадор, а также более крупные страны, например Аргентину, которым он помогает в финансировании экономической инфраструктуры. В Африке он предоставляет займы крупным национальным строительным компаниям, инвестирующим в инфраструктурные и другие проекты.

Примером национального банка развития из развитой страны может служить Германский банк развития (KfW). Международная роль этого банка, выполняющего функции кредитора для немецких программ сотрудничества в интересах развития, постоянно растет. Он содействует реализации программ развития во всех развивающихся регионах. В конце 2014 года его кредитный портфель составил в общей сложности 536 млрд. долл. (диаграмма 6.5), и его работа по поддержке бизнеса на 10% была связана программами развития по всему миру. Функции банка заключаются в том, чтобы последовательно улучшать условия жизни в Германии, Европе и во всем мире, например на основе стимулирования не наносящего вреда климату экономического развития, в том числе в развивающихся странах. В числе его проектов можно назвать строительство линий электропередачи в Индии, создание работающей на энергии солнца электростанции в Чили и устойчивое жилищное строительство в Африке (KfW, 2014). Эти программы финансирования частично связаны с участием банка в различных инициативах по защите климата, таких как Инициатива по сохранению климата и окружающей среды и Международная климатическая инициатива. Кроме того, для поддержки компаний на местных рынках страхования и перестрахования банк создал Фонд климатического страхования, и ожидается, что он будет вносить взносы в Зеленый фонд для климата Организации Объединенных Наций на цели осуществления деятельности, связанной с охраной климата и адаптацией к его изменению. Кроме того, через этот банк правительство Германии выдает субсидии и займы НРС на очень льготных условиях (KfW, 2014).

### 3. Многосторонние банки стран Юга: потенциальная роль в системе финансирования

В системе банков, осуществляющих международное финансирование в поддержку роста и развития, помимо многосторонних, региональных и субрегиональных банков, а также национальных банков, проводящих международные операции, должны быть также представлены многосторонние банки, ведущую роль в которых играли бы страны Юга. Последние инициативы по проработке и созданию таких банков ставят целью преодолеть дефицит долгосрочного капитала для инвестирования в важнейшие инфраструктурные сектора и капиталоемкие отрасли, без которых невозможно развитие. Речь идет о недавно созданном группой стран БРИКС (Бразилия, Российская Федерация, Индия, Китай и Южная Африка), Новом банке развития (НБР), Азиатском банке инфраструктурных инвестиций (АБИИ) и Банке Юга. Решения о создании этих учреждений принимались развивающимися странами отчасти из-за разочарования структурами управления, характером и условиями кредитования бреттон-вудских учреждений и некоторых ведущих региональных банков развития.

НБР был учрежден на саммите БРИКС в Форталезе в июле 2014 года с конкретной целью «мобилизации ресурсов для финансирования инфраструктурных проектов и проектов в области устойчивого развития в странах БРИКС и других странах с поступательно растущей экономикой и развивающихся странах» (BRICS, 2014, paragraph 11). Такой акцент, безусловно, оправдан с учетом существования серьезных неудовлетворенных потребностей в этих областях, о которых говорилось выше. Первоначально объявленный капитал банка составил 100 млрд. долл. (а подписной капитал – 50 млрд. долл.). В соответствии с декларацией седьмого саммита БРИКС, проходившего в Уфе

(Российская Федерация), ожидается, что НБР начнет утверждать первые инвестиционные проекты в начале 2016 года (BRICS, 2015a). Для максимизации вклада инфраструктурных и других проектов в процесс развития и минимизации рисков дефолта пристальное внимание должно уделяться качеству их кредитования. Более того, способность зарабатывать прибыль поможет банку расширять свою капитальную базу и тем самым наращивать кредитование в будущем.

Что касается географического охвата, НБР важно иметь сбалансированный кредитный портфель, финансируя страны как со средним, так и с низким уровнем дохода, поскольку такое сочетание обеспечит географическую диверсификацию и сделает банк более кредитоспособным. Для того чтобы кредитовать страны с низким уровнем дохода, необходимо включать в займы элемент субсидирования, предоставляя их на льготных условиях. Подобному льготному кредитованию помогло бы создание целевого фонда за счет взносов развитых стран (Griffith-Jones, 2014).

Азиатский банк инфраструктурных инвестиций был учрежден в октябре 2014 года в Пекине. Его учредителями стали 33 члена из азиатского региона и 17 членов (в том числе несколько развитых стран) из других регионов; планируется, что к соглашению о создании банка присоединятся еще 7 потенциальных членов<sup>29</sup>. Большую часть объявленного капитала банка в размере 100 млрд. долл. внесет Китай. В подтверждение регионального характера АБИИ его мажоритарными акционерами станут региональные члены, которым будет принадлежать порядка 75% акций. Создание банка свидетельствует о признании важности развития инфраструктуры для Азии и потребности в существенном дополнительном долгосрочном финансировании инфраструктурных проектов в регионе. Хотя ежегодные потребности в финансировании инфраструктурных проектов в Азии в период 2010–2020 годов АБР

В системе банков, осуществляющих международное финансирование в поддержку роста и развития, должны быть представлены многосторонние банки, ведущую роль в которых играли бы страны Юга.

оценивает примерно в 720 млрд. долл., годовой объем утверждаемых им займов составляет лишь 13 млрд. долл. (Junio, 2014). АБИИ стремится финансировать как национальные, так и региональные инфраструктурные проекты. Цель финансирования последних должна заключаться в поддержке торговли и содействию дальнейшему развитию региональной производственной кооперации. Основным механизмом фондирования станет выпуск облигаций как на региональном, так и на глобальном рынках.

В Латинской Америке Банк Юга (Banco del Sur) представляет собой субрегиональное учреждение, все учредители которого – Аргентина, Боливарианская Республика Венесуэла, Бразилия, Многонациональное Государство Боливия, Парагвай, Уругвай и Эквадор – представляют Южную Америку. Перед данным банком, созданным в 2009 году с первоначально объявленным капиталом в размере 20 млрд. долл., поставлена цель поощрять экономическое развитие и региональную интеграцию в южно-американском субрегионе.

Хотя ни один из этих трех банков еще не начал работу, налицо многообещающие признаки возрождения как интереса к банкам развития, так и понимания необходимости финансировать создание инфраструктуры для обеспечения социального и экономического развития. Кроме того, это создает обстановку здоровой конкуренции с другими банками развития: например, отчасти под влиянием этих событий Всемирный банк решил активизировать работу в сфере инфраструктурного развития, создав «Глобальный инфраструктурный фонд» (ГИФ), которую он характеризует как «открытую глобальную платформу, которая облегчит подготовку и организацию сложных ГЧП в инфраструктурной сфере в целях мобилизации частного сектора и капитала институциональных инвесторов»<sup>30</sup>. Это довольно амбициозный шаг, если учесть, что до сих пор расходы Всемирного банка на развитие инфраструктуры были довольно ограниченными – примерно 24 млрд. долл. в 2014 году и 16,7 млрд. долл. в 2013 году<sup>31</sup>, – а успехи в обеспечении соблюдения социальных и экологических стандартов неоднозначными. Тем не менее это

свидетельствует о том, что появление новых учреждений может сыграть роль катализатора, ускорив изменение как условий, так и подходов существующих многосторонних финансовых институтов. Более того, эти учреждения могут превратиться в локомотив сотрудничества в рамках сети банков развития, помогая налаживанию синергических и комплементарных связей между ними.

Как отмечалось на седьмом саммите БРИКС в июле 2015 года (см. BRICS, 2015b), в этой сети банки, ведущую роль в которых играют страны Юга, могли бы тесно сотрудничать с национальными банками развития, особенно из стран БРИКС, такими как бразильский БНДЭС, Банк развития Юга Африки и китайский БРК. Хотя многосторонние банки, возможно, имеют больший опыт структурирования и финансирования займов, национальные банки развития лучше знают местные условия, что помогает исправить информационную асимметрию на национальном уровне.

Ожидается, что эти новые банки, ведущую роль в которых играют страны Юга, помогут не только увеличить объем средств для долгосрочных инвестиций на глобальном уровне, но и лучше учитывать потребности развития, уделяя при этом больше внимания соображениям устойчивости и включенности, чем многосторонние банки, в которых доминируют развитые страны. Сбудутся ли эти надежды – зависит от ряда факторов. Один из них связан с тем, в какой мере появление таких банков изменит глобальную финансовую архитектуру и, возможно, поведение тех институтов, которые сегодня занимают в ней господствующее положение. Другой фактор касается того, будут ли эти банки в своей практике кредитования отличаться от давно существующих на рынке учреждений. Речь идет не только об увеличении объемов финансирования долгосрочных проектов развития, но и об изменении его качества за счет смещения акцента в сторону более включающей и устойчивой трансформации экономики. Таким образом, хотя придание международному финансовому и денежно-кредитному ландшафту большего разнообразия нельзя не приветствовать, равно как и появление благодаря этим новым учреждениям дополнительных ресурсов, которые могут

оказать сильное позитивное влияние на объемы долгосрочного финансирования развития, это ни в коей мере не означает, что за этим неизбежно последует серьезное изменение условий такого финансирования. Для того чтобы это

произошло, государству и гражданскому обществу в развивающихся странах необходимо более внимательно контролировать характер и условия кредитования, предлагаемого новыми банками развития.

---

## Е. Заключение

---

В наводненной ликвидностью мировой экономике главная преграда для финансирования развития – не отсутствие финансового потенциала. Скорее, вопрос заключается в том, как обеспечить переток ресурсов от учреждений с высокой долей привлеченных средств и краткосрочными финансовыми горизонтами к хозяйствующим субъектам, готовым финансировать долгосрочные инвестиционные проекты, дающие серьезный позитивный внешний эффект и тем самым стимулирующие новые инвестиции. В настоящем докладе подчеркивается, что этого невозможно добиться, полагаясь исключительно на рыночные механизмы, будь то национальные или международные. Причина этого в том, что частными финансовыми учреждениями в силу самой их природы движет стремление к получению прибыли, и в результате в периоды бумов они генерируют слишком большой объем кредитов и долговых обязательств, а во время кризисов кредитование прекращается и происходит дефлирование долга. Таким образом, если частный финансовый сектор предоставить самому себе, он вряд ли будет руководствоваться в своих расчетах социальными требованиями или целями развития. Когда существуют внешние факторы, как, например, в случае с общественными

---

Частный финансовый сектор вряд ли будет руководствоваться в своих расчетах социальными требованиями или целями развития...

---

благами, частных финансов для удовлетворения нужд общества не хватает. Помимо этого, частные финансы имеют высокую географическую концентрацию, будучи сосредоточены в странах со средним и высоким уровнем дохода и в секторах, где выше шансы на получение прибыли, а не в рискованных проектах или проектах с длительным сроком окупаемости, которые могут в большей степени отвечать требованиям индустриализации и развития. Внутри стран частные финансовые средства реже идут на финансирование МСП, секторов, сталкивающихся с различными видами рисков, таких как сельское хозяйство, проектов, требующих крупных начальных инвестиций, например проектов создания экономической инфраструктуры, и таких необходимых социальных услуг, как здравоохранение, санитария и образование. В то же время достаточный уровень финансирования всех этих областей, безусловно, является залогом устойчивого и объединяющего развития.

Таким образом, для финансирования развития требуются специальные структуры и механизмы, специально созданные для этой цели, в которых государственный сектор должен играть важнейшую роль. В настоящей главе

рассматривались основные потенциальные механизмы международного финансирования, в которых так или иначе представлено государство и которые могут использоваться для финансирования развития. Соответствующие механизмы могут быть прямо связаны с государственными расходами, как в случае ОПР и других форм сотрудничества, могут проистекать из изменения прибыльности и стимулов, заставляющего частный сектор обратить внимание на внешние факторы, или возникать по инициативе государственных учреждений, как, например, создаваемые в этих целях банки развития, за которыми реально стоит государство.

ОПР остается единственным существующим механизмом, главная цель которого заключается в перераспределении дохода на глобальном уровне. Несмотря на потенциал ОПР, ее размер не отвечает ни потребностям, ни ожиданиям. В последние несколько лет определенный прогресс наметился как в масштабах помощи, так и в ее эффективности. Помимо этого серьезно расширяется сотрудничество между странами Юга. При этом большая часть ОПР по-прежнему приходится на потоки помощи из развитых стран в развивающиеся, и преодоление разрыва между нынешним размером ОПР (0,29% ВВП развитых стран) и целевым уровнем такой помощи, составляющим 0,7% ВВП, остается важнейшим условием дальнейшего осуществления стратегий развития, особенно в НРС. В этой связи в ходе обсуждения вопросов финансирования развития все более пристальное внимание уделяется возможностям использования ОПР для активизации процесса привлечения дополнительных ресурсов, как государственных, так и частных. Вместе с тем к использованию государственной помощи для мобилизации частного финансирования следует подходить очень осторожно, поскольку в противном случае прибыль может оказаться в частных руках, а убытки лягут на плечи общества. Общественные издержки использования ОПР в этих целях могут быть слишком высокими.

---

...поэтому, для финансирования развития требуются специальные структуры и механизмы, специально созданные для этой цели, важнейшую роль в которых должен играть государственный сектор.

---

В настоящей главе было показано, что, несмотря на популярность ГЧП в последнее время, опыт использования таких партнерств для привлечения дополнительных частных инвестиций в конкретные области неоднозначен и неубедителен. Как и в случае других инструментов смешанного финансирования, ГЧП позволяют «снизить конкретные инвестиционные риски и стимулируют дополнительное финансирование по линии частного сектора во всех ключевых секторах развития» (Аддис-Абебская программа действий третьей Международной конференции по финансированию развития 2015 года). При этом масштабы ответственности и обязательств, которые правительства берут на себя, прибегая к механизму ГЧП, нередко намного превосходят ожидания, а бюджетные расходы зачастую настолько высоки, что прямые государственные инвестиции в этих областях, возможно, были бы для правительств более эффективными и результативными. В этой

связи необходимо улучшать предпроектное планирование, повышать прозрачность процедур и оценивать бюджетные последствия проектов по всему их жизненному циклу.

Наконец, многосторонние и региональные банки развития, занимающиеся конкретными инфраструктурными проблемами, могли

бы играть более активную роль, оказывая техническую и финансовую помощь. Действительно, главная роль уже действующих и новых банков развития в противоположность частным финансовым учреждениям заключается в обеспечении долгосрочного финансирования. Поскольку они имеют совершенно ясный мандат – оказывать поддержку проектам развития, и капитальную базу, в которой преобладают долгосрочные обязательства, а также собственные технические кадры, позволяющие им принимать участие в принятии решений, связанных с выбором технологий, а также с определением масштабов и географии проектов, они обладают уникальными характеристиками, дающими им серьезные сравнительные преимущества над частными финансовыми

учреждениями. Помимо этого, международные банки развития могут играть и важную антициклическую роль, предоставляя отдельным странам кризисное финансирование в связи с экономическими потрясениями (например,

связанными с изменением цен на сырье) или стихийными бедствиями и тем самым помогая им поддерживать уровень дохода, экономической активности и импорта в периоды резких спадов. ■

## Примечания

- 1 На второй конференции ЮНКТАД в Дели в 1968 году целевой показатель официальной помощи был первоначально согласован на уровне 0,75% ВВП каждой из развитых стран. Это предложение было принято большинством развитых стран, хотя и не всеми. После дальнейших переговоров эта инициатива в октябре 1970 года была одобрена Генеральной Ассамблеей Организации Объединенных Наций, хотя целевой показатель был понижен до 0,7% ВВП. Данное обязательство было одобрено КСР ОЭСР, который определил ОПР как «те потоки внешнего финансирования, которое предоставляется официальными учреждениями, главная цель которого заключается в содействии экономическому развитию и повышению благосостояния развивающихся стран и которое имеет льготный характер».
- 2 Целевой показатель в размере 0,7% ВВП превзошли лишь пять членов: Дания, Люксембург, Норвегия, Соединенное Королевство и Швеция (OECD, 2015).
- 3 ОПР на цели развития включает в себя помощь в сферах социальной инфраструктуры и услуг, экономической инфраструктуры и услуг и в производственных секторах, на которую в 2013 году приходилось 63% всех зарегистрированных потоков ОПР.
- 4 Эмпирические доказательства связи между помощью и ростом см. *TDR 2008* и UNCTAD, 2006. Более свежие обзоры, посвященные этой теме, см. Alonso, 2012; Edwards, 2014; Glennie and Sumner, 2014; Morrissey, 2015; Qian, 2014; и Quibria, 2014.
- 5 Рост расходов достигает 15–30% в среднем и 40% и более в случае продовольственной помощи (DIIS, 2009).
- 6 По вопросу предсказуемости помощи см. ОЭСР по адресу <http://www.oecd.org/dac/aid-architecture/> (информация получена 21 июля 2015 года).
- 7 Остальные 61% приходились на «фантомную помощь» – помощь, которая не предназначалась для сокращения нищеты или учитывалась дважды как помощь в облегчении долгового бремени, на неоправданно дорогостоящую и неэффективную техническую помощь, увязанную с приобретением товаров и услуг в стране-доноре, слабо координируемую и обремененную высокими транзакционными издержками помощь, слишком непредсказуемую для того, чтобы быть полезной для получателей, расходующую на иммиграционные цели в стране-доноре или на покрытие чрезмерных административных расходов.
- 8 Эта мысль нашла подтверждение на посвященных эффективности помощи форумах высокого уровня, проходивших в Риме (2003 год), Париже (2005 год), Аккре (2008 год) и Пусане (2011 год).
- 9 Даже несмотря на фиксируемый рост официальной «несвязанной» помощи, определенная ее часть де-факто может быть по-прежнему увязана с теми или иными требованиями. Это может объясняться действующими в странах-донорах нормами регулирования, недостатком местного потенциала, трудностями, с которыми приходится сталкиваться местным и региональным подрядчикам при ведении конкурентной борьбы на международном уровне, неравным доступом к информации, потенциальной неготовностью доноров брать на себя риски и требованиями ускорить работу (UNCTAD, 2011b).
- 10 Аналогично этому, в пункте 54 Аддис-Абебской программы действий третьей Международной конференции по финансированию развития (13–16 июля 2015 года) подчеркивается, что: «Важное предназначение международного государственного финансирования, включая ОПР, состоит в том, чтобы служить катализатором процесса мобилизации дополнительных ресурсов из других источников: государственных и

- частных. Такое финансирование может способствовать улучшению сбора налогов и помочь укреплению благоприятных условий в странах и формированию сферы основных государственных услуг. Оно может также использоваться для разблокирования дополнительных финансовых средств через смешанное или совместное финансирование и уменьшение рисков, особенно применительно к инвестициям в инфраструктуру и другим инвестициям, которые поддерживают развитие частного сектора».
- 11 В то же время «оценить смешанные проекты непросто, равно как и непросто продемонстрировать ключевые факторы успеха, такие как дополнительность, транспарентность и подотчетность, и представить доказательства влияния на процесс развития» (UNCTAD, *World Investment Report 2014*: 169).
  - 12 Например, см. Griffiths et al. (2014), UK Aid Network (2015), Concord (2014), ActionAid (2014), Bretton Woods Project (2012), Eurodad (2012), ActionAid, Eurodad and Oxfam (2015), Eurodad (2013), Kwakkenboms and Romero (2013).
  - 13 Несмотря на существование самых разных определений ГЧП, отражающих различия в их институциональном оформлении и концептуальных основах, все они имеют немало общего. Согласно простейшим определениям, ГЧП представляет собой «механизмы, в рамках которых инфраструктурные активы и услуги, которые традиционно обеспечивались государством, предоставляются частным сектором» (IMF, 2006:1). Такое определение может распространяться на уже существующие активы, приобретение новых, оплачиваемые потребителями услуги, а также системы, при которых услуги бесплатны для потребителей и оплачиваются государством, перечисляющим частному партнеру оговоренные выплаты. В других определениях внимание акцентируется на рисках и на их предполагаемом распределении между государственными и частными партнерами. Например, согласно одному из таких определений, ГЧП представляет собой «соглашение между государством и одним или несколькими частными партнерами (к которым могут относиться, в том числе, операторы и кредиторы), по условиям которого частные партнеры оказывают услугу таким образом, что цели ее оказания, которые преследует государство, увязываются с целями получения прибыли частными партнерами, причем эффективность такой увязки зависит от того, достаточный ли объем рисков был возложен на частных партнеров» (OECD, 2008: 17). На практике, ведущиеся дискуссии в значительной мере связаны с тем, что распределение рисков между государством и частными партнерами воспринимается как несбалансированное, в частности, поскольку государственный сектор несет слишком большие риски, особенно на долговременных эксплуатационных этапах по сравнению с первыми несколькими годами строительных работ.
  - 14 Большая часть используемых в настоящем разделе данных взята из базы данных о частном участии в инфраструктуре (Private Participation in Infrastructure (PPI) Database), которая ведется группой инфраструктурной политики Сети устойчивого развития Всемирного банка и Консультативным механизмом по вопросам государственно-частной инфраструктуры, многосторонним донорским целевым фондом. В базе данных регистрируются договорные обязательства, связанные с инфраструктурными проектами в странах с низким и средним уровнем дохода (по классификации Всемирного банка), в рамках которых частные партнеры берут на себя часть операционных рисков, связанных с правом собственности, финансированием и эксплуатацией объектов. Особое внимание уделяется секторам, имеющим признаки монополии или олигополии, в том числе энергетике, телекоммуникациям, транспорту и водному хозяйству. Такое «частное участие» не следует отождествлять с частными инвестициями в инфраструктуру. Во-первых, оно не всегда сводится к реальным инвестициям и может включать также контракты на управление и аренду, концессионные проекты и отделение активов; во-вторых, учтенные инвестиции касаются обязательств (не обязательно реальных выплат) в рамках всего проекта; в-третьих, когда участвующие в проекте компании принадлежат как государству, так и частным владельцам, в базе данных отражаются инвестиции обеих сторон, а не только частных инвесторов.
  - 15 См. World Bank (2009). Заметными исключениями являются страны со средним уровнем дохода, а также сектор ИКТ и телекоммуникаций, где частное финансирование получило большее развитие.
  - 16 Например, французская компания «Сюзез» вышла из концессии на обслуживание водоканализационного хозяйства в Аргентине после обвала песо в 2002 году и отказа властей повысить тарифы для компенсации последствий девальвации. Главным образом по причине этой девальвации против Аргентины к началу 2004 года было подано 28 исков на основании Международной конвенции об урегулировании инвестиционных споров (OECD/NEPAD, 2005).
  - 17 Двумя другими странами являются Мексика и Российская Федерация.
  - 18 В пяти развивающихся странах, принимающих наибольшее число проектов в рамках ГЧП, почти 30% проектов с чисто иностранным участием

- приходится на долю Испании и Соединенных Штатов, что, возможно, объясняется языковой или географической близостью.
- 19 О проблемах, которые это может поставить перед политикой конкуренции, см. <http://unctad.org/en/Pages/DITC/CompetitionLaw/ResearchPartnership/Contact4114.aspx>.
- 20 Проведенный Национальным управлением аудита Соединенного Королевства в 2015 году обзор показал, что ставки процента для частных субъектов вдвое превышают стоимость государственных заимствований. Такая ситуация является довольно стабильной: в 2010 году *Агентство Соединенного Королевства по вопросам инфраструктуры* подсчитало, что стоимость капитала для государства составляет 3,9%, для компаний, работающих на регулируемом рынке (приватизированные предприятия водо- и энергоснабжения), – до 6,9%, а для фирм на нерегулируемом рынке (концессии на оказание услуг, оплачиваемых потребителями) – 10,9%.
- 21 Это нашло подтверждение в Аддис-Абебской программе действий, в пункте 75 которой говорится, что: «Банки развития могут играть особенно важную роль в вопросах ослабления ограничений на финансирование развития, включая качественные инфраструктурные инвестиции».
- 22 Региональные банки развития с отличной историей возврата кредитов могут иметь более высокие рейтинги, чем их собственники-государства.
- 23 Речь идет об общем объеме многостороннего кредитования Всемирным банком, Африканским банком развития (АФБР), Азиатским банком развития (АБР), Межамериканским банком развития (МАБР) и Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР).
- 24 Со времени глобального кризиса ЕИБ активно выполняет антициклическую функцию, помогая поддерживать уровень дохода и инвестиций в масштабах Европы и защищая ее инфраструктуру и производственный потенциал от последствий глубокого экономического спада. Финансирование банка помогает привлекать дополнительные заемные средства и ресурсы из других источников (например, из бюджета Европейского союза и частного сектора), что обеспечивает серьезный эффект мультипликатора (<http://www.eib.org/about/index.htm>, accessed 9 March 2015).
- 25 Судя по ежегодной отчетности, в 2014 году по общему объему выплат ЕИБ (78 млрд. долл.) и Всемирный банк (44 млрд. долл.) намного опередили ИБР и АБР (примерно по 10 млрд. долл.) и АФБР (почти 5 млрд. долл.).
- 26 См. CAF Factsheet 2014 по адресу: [www.caf.com](http://www.caf.com).
- 27 Совокупные активы Банка развития Юга Африки на конец марта 2014 года составляли 6 млрд. долларов. Активы Западноафриканского банка развития, Банка ЗПТ, Банка развития центральноафриканских государств и Восточноафриканского банка развития по состоянию на декабрь 2013 года, согласно их ежегодной отчетности, составляли соответственно 3 млрд. долл., 2,5 млрд. долл., 0,5 млрд. долл. и 0,2 млрд. долларов.
- 28 Например, в настоящее время БРК оказывает поддержку проекту разработки меднорудного месторождения «Лас-Бамбас» в Перу, в который он обещал вложить 3,5 млрд. долл. (и к концу 2014 года реально вложил 2,6 млрд. долл.), проекту сооружения работающей на угле электростанции на Бали (Индонезия), утвердив финансирование в размере 473 млн. долл. (и реально выделив 367 млн. долл.), а также проекту модернизации автотрассы, связывающей города Манса и Лувингу в Замбии, в который он обязался вложить 175 млн. долл. и уже вложил 65 млн. долл. (CDB, 2014).
- 29 См. <http://www.aiibank.org/>.
- 30 См. <http://www.worldbank.org/en/programs/global-Infrastructure-facility>.
- 31 См. <http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/07/18/world-bank-group-infrastructure-spending-increases-to-24-billion>.

---

## Литература

---

- ActionAid (2005). Real aid: An agenda for making aid work. Имеется по адресу: [http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real\\_aid.pdf](http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real_aid.pdf).
- ActionAid (2014). Aid to, with and through the private sector: emerging trends and ways forward. Имеется по адресу: [http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private\\_discussion\\_paper\\_v1.2.pdf](http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private_discussion_paper_v1.2.pdf).
- ActionAid, Eurodad and Oxfam (2014). Policy brief on the role of the private sector in Europe's development cooperation. Имеется по адресу: <http://www.eurodad.org/files/pdf/548870976e1f9.pdf>.
- Ahmad E, Bhattacharya A, Vinella A and Xiao K (2014). Involving the private sector and PPPs in financing public investments: Some opportunities and challenges. Working Paper No. 67, London School of Economics Asia Research Centre, London.
- AICD (2010). Africa's infrastructure: A time for transformation. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Имеется по адресу: [http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd\\_overview\\_english\\_no-embargo.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd_overview_english_no-embargo.pdf).
- Alonso JA (2012). From aid to global development policy. UN-DESA Working Paper No. 121. New York.
- Bauer A (2015). Six reasons why sovereign wealth funds should not invest or spend at home. Natural Resource Governance Institute, April. Имеется по адресу: <http://www.resourcegovernance.org/news/blog/six-reasons-why-sovereign-wealth-funds-should-not-invest-or-spend-home>.
- Bhattacharya A and Romani M (2013). Meeting the infrastructure challenge: The case for a new development bank. Paper prepared for the Global Economic Governance Seminar, Madrid, 11 March 2013. Имеется по адресу: <http://www.g24.org/TGM/Bhattacharya.pdf>.
- BNDES (2014). *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Annual Report 2014*. Rio de Janeiro.
- Boylan H (2012). Public private partnerships in Africa: Part I – Infrastructure. Имеется по адресу: [www.consultancyafrica.com](http://www.consultancyafrica.com).
- Bretton Woods Project (2012). Leveraging private sector finance: How does it work and what are the risks? Имеется по адресу: <http://www.brettonwoodsproject.org/wp-content/uploads/2013/10/leveraging.pdf>.
- Briceño-Garmendia C, Smits K and Foster V (2008). Financing public infrastructure in sub-Saharan Africa: Patterns and Emerging Issues. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Имеется по адресу: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194\\_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf).
- BRICS (2014). Sixth Summit: Fortaleza Declaration and Action Plan. Имеется по адресу: <http://brics6.itamaraty.gov.br/category-english/21-documents/223-sixth-summit-declaration-and-action-plan>.
- BRICS (2015a). Seventh BRICS Summit. Ufa Declaration. Ufa, the Russian Federation, 9 July. Имеется по адресу: <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- BRICS (2015b). Memorandum of Understanding on Cooperation with the New Development Bank. Имеется по адресу: <http://en.brics2015.ru/documents/>.
- Buiter W and Fries S (2002). What should the multilateral development banks do? Working Paper No. 74, EBRD, London.
- Burger P and Hawkesworth I (2013). Capital budgeting and procurement practices. *OECD Journal on Budgeting*, 13(1): 57–104.
- CDB (2014). *The China Development Bank Annual Report 2014*. Beijing.
- Chandrasekhar CP (2014). National development banks in a comparative perspective. Background paper prepared for UNCTAD.
- Charnoz O and Severino JM (2015). *L'Aide Publique au Développement*. Paris, Collection Repères, Editions La Découverte.
- China Exim Bank (2014). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2014*. Beijing.
- CONCORD (2014). AidWatch 2014: Aid beyond 2015. Europe's role in financing and implementing sustainable development goals post 2015. Имеется по адресу: [http://www.concordeurope.org/images/AidWatch\\_2014.pdf](http://www.concordeurope.org/images/AidWatch_2014.pdf).
- De Cecco M (2005). Sraffa's lectures on continental banking: A preliminary appraisal. *Review of Political Economy*, 17(3): 349–358.
- DIIS (2009). Untying aid: Is it working? Evaluation of the Paris Declaration. Danish Institute for

- International Studies, Copenhagen. Имеется по адресу: <http://www.oecd.org/dac/untied-aid/untyingaidisitworking.htm>.
- ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015: Desafíos para Impulsar el Ciclo de Inversión con Miras a Reactivar el Crecimiento*. Santiago, Chile.
- Edwards S (2014). Economic development and the effectiveness of foreign aid: A historical perspective. Working Paper Series no. 20685, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Ehrhardt E and Irwin T (2004). Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects: Policy toward leverage, risk allocation and bankruptcies. Policy Research Working Paper No. 3274, World Bank, Washington, DC.
- EIB (2012). PPPs and their financing in Europe: Recent trends and EIB involvement. ECON Department SG/ECON/ES/2012-523/Aka/as. European Investment Bank. Имеется по адресу: [http://www.eib.org/attachments/efs/econ\\_note\\_2012\\_ppp\\_and\\_financing\\_in\\_europe\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/efs/econ_note_2012_ppp_and_financing_in_europe_en.pdf).
- Estache A (2010). Infrastructure finance in developing countries: An overview. *EIB Papers*, 15(2): 60–88.
- Estache A and Serebrisky T (2004). Where do we stand on transport infrastructure deregulation and public-private partnerships? Policy Research Working Paper No. 3356, World Bank, Washington, DC.
- Eurodad (2012). Private profit for public good? Can investing in private companies deliver for the poor. Имеется по адресу: <http://www.eurodad.org/files/pdf/520a35cb666a7.pdf>.
- Eurodad (2013). A dangerous blend? The EU's agenda to "blend" public development finance with private finance. Имеется по адресу: <http://eurodad.org/files/pdf/527b70ce2ab2d.pdf>.
- Ferraz JC (2012). Financing development in an uncertain world: BNDES experience. Presentation at Development Banks as Agents of Change, Doha, 26 April. Имеется по адресу: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz\\_abr2012.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz_abr2012.pdf).
- Glennie J and Sumner A (2014). The \$138.5 billion: When does foreign aid work (and when doesn't it). CGD Policy Paper No. 049, Center for Global Development, Washington, DC.
- Gottschalk R, McKinley T, Martins P, Drammeh H and Sireh-Jallow A (2011). Prospects of non-traditional sources of development finance in Ethiopia. Study prepared for the Ministry of Finance and Economic Development of Ethiopia and UNDP. Centre for Development Policy and Research (CDPR), SOAS, London.
- Griffiths J, Martin M, Pereira J and Strawson T (2014). Financing for development post-2015: Improving the contribution of private finance. Имеется по адресу: [https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve\\_et2014433848\\_en.pdf](https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve_et2014433848_en.pdf)
- Griffith-Jones S (2014). A BRICS development bank: A dream coming true? Discussion Papers, No. 215, UNCTAD, Geneva.
- Griffith-Jones S, Griffith-Jones D and Hertova D (2008). Enhancing the role of regional development banks. G-24 Discussion Paper Series, No. 50, UNCTAD, Geneva.
- Hall D (2015). Why public-private partnerships don't work: The many advantages of the public alternative. Public Services International Research Unit, University of Greenwich, London.
- Heald D and Hodges R (2014). Watch the public sector balance sheet: Guarantees as the next big thing in government accounting. Paper presented at the CIGAR workshop on Whole of Government Accounting and Auditing: International Trends, Kristianstad University, Sweden, 8–9 September.
- Helm D (2010). Infrastructure and infrastructure finance: The role of the government and the private sector in the current world. *EIB Papers*, 15(2): 8–27.
- IEG (Independent Evaluation Group) (2014). World Bank Group support to public-private partnerships: Lessons from experience in client countries, FYO2-12. World Bank Group, Washington, DC.
- IPE and Stirling (2013). Institutional Infrastructure Survey 2015. London, Investment and Pensions Europe and Stirling Capital Partners.
- IMF (2006). Public-Private Partnerships, Government Guarantees and Fiscal Risk. Fiscal Affairs Department, Washington, DC.
- Inderst G and Stewart F (2014). Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies. Public-Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank Group, Washington, DC.
- Junio DRO (2014). Asian Infrastructure Investment Bank: An idea whose time has come? *The Diplomat*, 4 December. Имеется по адресу: <http://thediplomat.com/2014/12/asian-infrastructure-investment-bank-an-idea-whose-time-has-come/>.
- KfW (2014). The Kreditanstalt Für Wiederaufbau Annual Report 2014. Frankfurt.
- Kragelund P (2008). The return of non-DAC donors to Africa: New prospects for African Development? *Development Policy Review*, 26(5): 555–584.
- Kwakkenbons J and Romero MJ (2013). Engaging the private sector for development: The role of development finance institutions? Имеется по адресу: [http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2\\_Kwakkenbos\\_Romero.pdf](http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2_Kwakkenbos_Romero.pdf).
- Lobina E and Hall D (2013). List of water remunicipalisations worldwide – as of November 2013. A briefing commissioned by Public Services International. PSIRU, Business School University of Greenwich, London.

- Mandri-Perrott C (2014). East Asian public-private partnerships in a global context. Presentation at the World Bank OECD South East Asia Forum, 25–26 March, Singapore.
- Morrissey O (2015). Why do economists disagree so much on aid effectiveness? Aid works (in mysterious ways). Paper prepared for presentation at the IMF-CFD Conference on Financing for Development, Geneva 15–17 April. Имеется по адресу: [http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD\\_1517April/papers/Morrissey\\_Aid%20Effectiveness\\_Draft.pdf](http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD_1517April/papers/Morrissey_Aid%20Effectiveness_Draft.pdf).
- Nakhooda S, Fransen T, Kuramochi T, Caravani A, Prizzon A, Shimizu N, Tilley H, Halimanjaya A and Welham B (2013). Mobilising international climate finance: Lessons from the fast-start finance period. London, Overseas Development Institute, World Resources Institute and Institute for Global Environmental Strategies, Имеется по адресу: <http://www.odi.org/publications/7987-mobilising-international-climate-finance-lessons-fast-start-finance-period>.
- National Audit Office (2015). The choice of finance for capital investment. HM Treasury, London.
- Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). International Finance and Development. London, ZED Books (in association with the United Nations).
- OECD (2008). Public-Private Partnerships: In Pursuit of Risk Sharing and Value for Money. Paris.
- OECD (2014a). 2014 Global Outlook on Aid: Results of the 2014 DAC Survey on Donors' Forward Spending Plans and Prospects for Improving Aid Predictability. Paris.
- OECD (2014b). Development Cooperation Report 2014. Paris.
- OECD (2014c). DAC High Level Meeting: Final communiqué. 15–16 December 2014. Paris. Имеется по адресу: <http://www.oecd.org/dac/OECD%20DAC%20HLM%20Communique.pdf>.
- OECD (2015). Development aid stable in 2014 but flows to poorest countries still falling. Detailed summary of press release. Paris. Имеется по адресу: <http://www.oecd.org/newsroom/development-aid-stable-in-2014-but-flows-to-poorest-countries-still-falling.htm>.
- OECD/NEPAD (2005). Encouraging public-private partnerships in the utilities sector: The role of development assistance. Background paper for Roundtable 5 at NEPAD/OECD Investment Initiative, Entebbe, 25–27 May.
- OECD and UNDP (2014). Making Development Co-operation more Effective – 2014 Progress Report. Paris and New York.
- Pickering J, Skovgaard J, Kim S, Roberts JT, Rossati D, Stadelmann M and Reich H (2015). Acting on climate finance pledges: Inter-agency dynamics and relationships with aid in contributor states. World Development, 68: 149–162.
- Poon D (2014). Development finance in China. A road less travelled. Geneva, UNCTAD (unpublished).
- Posner P, Ryu S and Tkachenko A (2009). Public-private partnerships: The relevance of budgeting. OECD Journal on Budgeting, 1: 49–74.
- Qian N (2014). Making progress on foreign aid. Working Paper No. 20412, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Quibria MG (2014). Aid effectiveness: Research, policy and unresolved issues. Development Studies Research: An Open Access Journal, 1(1): 75–87.
- Shaoul J (2009). Using the private sector to finance capital expenditure: The financial realities. In: Akintoye A, ed. Policy, Finance and Management for Public-Private Partnerships. Chichester, Wiley-Blackwell: 27–46.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2015). Sovereign wealth fund rankings. Имеется по адресу: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.
- The Reality of Aid Management Committee (2010). South-South development cooperation: A challenge to the aid system? Special report on South-South Cooperation 2010. Имеется по адресу: <http://www.realityofaid.org/wp-content/uploads/2013/02/ROA-SSDC-Special-Report1.pdf>.
- UK Aid Network (2015). Leveraging aid. A literature review on the additionality of using ODA to leverage private investments. Имеется по адресу: <http://www.ukan.org.uk/wordpress/wp-content/uploads/2015/03/UKAN-Leveraging-Aid-Literature-Review-03.15.pdf>.
- UN-DESA (2015). World Economic Situation and Prospects 2015. United Nations publication. Sales No. E.15.II.C.2, United Nations, New York.
- UNCTAD (2006). Economic Development in Africa 2006 – Doubling Aid: Making the “Big Push” Work. United Nations publication. Sales No. E.06.II.D.10, New York and Geneva.
- UNCTAD (2010). Economic Development in Africa Report 2010 – South-South Cooperation: Africa and the New Forms of Development Partnership. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.13, New York and Geneva.
- UNCTAD (2011a). Enhancing aid effectiveness: From Paris to Busan. Note by the UNCTAD secretariat. TD/B/EX(53)/3, Geneva.
- UNCTAD (2011b). Towards an international development architecture for LDCs. UNCTAD Policy Brief N° 20/G, Geneva. Имеется по адресу: [http://unctad.org/en/Docs/presspb201110\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/presspb201110_en.pdf).
- UNCTAD (2013). Economic Development in Africa – Intra-African trade: Unlocking private sector dynamism. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.2, New York and Geneva.
- UNCTAD (2014). World Investment Report 2014 – Investing in the SDGs: An Action Plan. United

- Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2007). Trade and Development Report 2007: Regional Cooperation for Development. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2008). Trade and Development Report, 2008: Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.
- UNCTAD (TDR 2013). Trade and Development Report 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.
- UNFCCC (2009). Report of the Conference of the Parties on its fifteenth session, held in Copenhagen from 7 to 19 December 2009. United Nations Framework Convention on Climate Change. FCCC/CP/2009/11/Add.1. Имеется по адресу: <http://unfccc.int/resource/docs/2009/cop15/eng/11a01.pdf>.
- UNFCCC (2014). Report of the Conference of the Parties on its twentieth session, held in Lima from 1 to 14 December 2014. Decision 7/CP.20. United Nations Framework Convention on Climate Change. Имеется по адресу: <http://unfccc.int/resource/docs/2014/cop20/eng/10a02.pdf#page=14>.
- United Nations (2014a). MDG Gap Task Force Report 2014: The State of the Global Partnership for Development. United Nations publication. Sales No. E.14.I.7, New York.
- United Nations (2014b). Trends and progress in international development cooperation. United Nations Economic and Social Council. E/2014/77, New York.
- Water Justice (2014). Here to stay: Water renationalization as a global trend. Имеется по адресу: <https://www.tni.org/en/publication/here-to-stay-water-remunicipalisation-as-a-global-trend>.
- Winch G, Onishi M and Schmidt S, eds. (2012). Taking stock of PPP and PFI around the world. Summary of research report 126. The Association of Chartered Certified Accountants, London.
- WEF (2014). Infrastructure investment policy blueprint. World Economic Forum, Geneva.
- Wolf C, Wang X and Warner E (2013). China's foreign aid and government-sponsored investment activities: Scale, content, destinations, and implications. RAND Corporation, Santa Monica, CA.
- World Bank (2009). Global Monitoring Report 2009: A Development Emergency. Washington DC.
- Zhou Y (2010). The future of South-South development assistance and the role of the UN. Remarks at the OECD meeting of National Focal Points for Policy Coherence for Development, Paris, 1 October. Имеется по адресу: <http://www.oecd.org/development/pcd/46188961.pdf>.



**КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ  
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ  
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ**

Palais des Nations  
CH-1211 GENEVA 10  
Switzerland  
(<http://unctad.org>)

**Отдельные публикации ЮНКТАД**

**Доклад о торговле и развитии, 2014 год**  
*Глобальное управление и пространство для маневра  
в политике в интересах развития*

Издание Организации Объединенных Наций,  
в продаже под № R.14.II.D.4  
ISBN 978-92-1-112877-2

- Глава I Последние тенденции в мировой экономике
- Глава II К устойчивому экономическому оживлению: обзор возможных вариантов политики
- Глава III Пространство для маневра в политике и глобальное управление: актуальные вопросы
- Глава IV Пространство для маневра в политике и происхождение многосторонней экономической системы
- Глава V Торговая и промышленная политика в условиях эволюции глобального режима управления
- Глава VI Международные финансы и пространство для маневра в политике  
Приложение: Обеспечивают ли двусторонние инвестиционные договоры приток ПИИ в развивающиеся страны?
- Глава VII Бюджетно-финансовое пространство для стабильности и развития: современные проблемы

**Доклад о торговле и развитии, 2013 год**  
*Адаптируясь к меняющейся динамике мировой экономики*

Издание Организации Объединенных Наций,  
в продаже под № R.13.II.D.3  
ISBN 978-92-1-112867-3

- Глава I Современные тенденции и вызовы в мировой экономике  
Приложение: Альтернативные сценарии развития мировой экономики
- Глава II На пути к более сбалансированному росту: повышение роли внутреннего спроса в стратегиях развития  
Приложение: Переориентация стратегий роста: основные последствия и проблемы
- Глава III Финансирование реальной экономики

**Доклад о торговле и развитии, 2012 год***Политика в интересах инклюзивного и сбалансированного роста*

Издание Организации Объединенных Наций,

в продаже под № R.12.II.D.6

ISBN 978-92-1-112846-8

- Глава I Современные тенденции и проблемы в мировой экономике
- Глава II Неравенство в доходах: основные проблемы
- Глава III Эволюция неравенства в распределении доходов: различные временные горизонты и аспекты
- Глава IV Сдвиги в области глобализации и технологии и их воздействие на национальные уровни неравенства доходов
- Глава V Роль финансово-бюджетной политики в распределении доходов
- Глава VI Переосмысление экономических и политических аспектов концепции неравенства

**Доклад о торговле и развитии, 2011 год***Послекризисные вызовы политики в мировой экономике*

Издание Организации Объединенных Наций,

в продаже под № R.11.II.D.3

ISBN 978-92-1-112822-2

- Глава I Текущие тенденции и проблемы в мировой экономике
- Глава II Финансово-бюджетные аспекты финансового кризиса и его влияние на государственный долг
- Глава III Пространство для маневра в финансово-бюджетной политике, способность обслуживать долг и экономический рост
- Глава IV Возврат к финансовому регулированию и реструктуризации
- Глава V «Финансиализированные» товарные рынки: последние тенденции и вопросы политики  
Приложение: Реформа регулирования рынков товарных деривативов
- Глава VI Глобальный валютно-финансовый порядок и международная финансовая система

**Доклад о торговле и развитии, 2010 год***Занятость, глобализация и развитие*

Издание Организации Объединенных Наций,

в продаже под № R.10.II.D.3

ISBN 978-92-1-112807-9

- Глава I После глобального кризиса: сбивчивый и неустойчивый подъем  
Приложение: Кредитные дефолтные свопы
- Глава II Возможные последствия глобальной перебалансировки для занятости  
Приложение: Моделирование воздействия глобальной перебалансировки торговли и занятости: техническая записка
- Глава III Макроэкономические аспекты увеличения занятости и безработицы
- Глава IV Структурные изменения и создание рабочих мест в развивающихся странах
- Глава V Пересмотр основ политики обеспечения устойчивого роста, создания рабочих мест и сокращения масштабов нищеты

**Доклад о торговле и развитии, 2009 год***Реагирование на глобальный кризис**Борьба с изменением климата и развитие*

Издание Организации Объединенных Наций,

в продаже под № R.09.II.D.16

ISBN 978-92-1-112776-8

- Глава I Влияние глобального кризиса и краткосрочные ответные меры политики  
Приложение: Глобальная рецессия обостряет продовольственный кризис
- Глава II «Финансиализация» товарных рынков
- Глава III Извлечь уроки кризиса: меры по повышению устойчивости и надежности финансовых систем
- Глава IV Реформа международной валютно-финансовой системы
- Глава V Борьба с изменением климата и развитие

**Доклад о торговле и развитии, 2008**

Цены на сырьевые товары, потоки капитала  
и финансирование инвестиций

Издание Организации Объединенных Наций,  
в продаже под № R.08.II.D.21  
ISBN 978-92-1-112752-2

- Chapter I Тенденции и проблемы в мировой экономике на современном этапе  
Таблица приложения к главе I
- Chapter II Резкое повышение цен на сырьевые товары и нестабильность
- Chapter III Международные потоки капитала, балансы по текущим операциям и финансирование развития  
Приложение: Эконометрический анализ определяющих факторов изменения знака сальдо счета текущих операций в условиях повышения и понижения уровня экономической активности
- Chapter IV Отечественные источники финансирования и инвестиции в производственный потенциал
- Chapter V Роль официальной помощи в целях развития в достижении ЦРДТ и обеспечении экономического роста  
Приложение: Детали эконометрических исследований
- Глава VI Нынешние проблемы, касающиеся внешнего долга развивающихся стран

**Доклад о торговле и развитии, 2007 год**

Региональное сотрудничество в целях развития

Издание Организации Объединенных Наций,  
в продаже под № R.07.II.D.11  
ISBN 978-92-1-112721-8

- Глава I Актуальные вопросы мировой экономики  
Статистическое приложение к главе I
- Глава II Глобализация, регионализация и вызов развития
- Глава III «Новый регионализм» и торговые соглашения Север–Юг
- Глава IV Региональное сотрудничество и торговая интеграция развивающихся стран
- Глава V Региональное сотрудничество в финансовой и денежно-кредитной сфере  
Приложение 1: Сообщество по вопросам развития южной части Африки  
Приложение 2: Совет сотрудничества стран Залива
- Глава VI Региональное сотрудничество в сфере торговой логистики, энергетики и промышленной политики

\* \* \* \* \*

**Trade and Development Report, 1981–2011**

*Three Decades of Thinking Development*

United Nations publication, sales no. E.12.II.D.5

ISBN 978-92-1-112845-1

**Part One** Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development

1. Introduction
2. Interdependence
3. Macroeconomics and finance
4. Global economic governance
5. Development strategies: assessments and recommendations
6. Outlook

**Part Two** Panel Discussion on “Thinking Development: Three Decades of the *Trade and Development Report*”

Opening statement

by Anthony Mothae Maruping

Origins and evolving ideas of the *TDR*

Introductory remarks by Richard Kozul-Wright

Statement by Rubens Ricupero

Statement by Yılmaz Akyüz

- The *TDR* approach to development strategies  
 Introductory remarks by Taffere Tesfachew  
 Statement by Jayati Ghosh  
 Statement by Rolph van der Hoeven  
 Statement by Faizel Ismail
- The macroeconomic reasoning in the *TDR*  
 Introductory remarks by Charles Gore  
 Statement by Anthony P. Thirlwall  
 Statement by Carlos Fortin  
 Statement by Heiner Flassbeck
- Evolving issues in international economic governance  
 Introductory remarks by Andrew Cornford  
 Statement by Jomo Kwame Sundaram  
 Statement by Arturo O'Connell
- The way forward  
 Closing remarks by Alfredo Calcagno  
 Summary of the debate

\* \* \* \* \*

**Rethinking Development Strategies after  
 the Financial Crisis**

*Volume I: Making the Case for Policy Space*

Edited by Alfredo Calcagno, Sebastian Dullien,  
 Alejandro Márquez-Velázquez, Nicolas Maystre and Jan Prieue

United Nations publication, sales no. E.15.II.D.9  
 ISBN 978-92-1-112894-9

*Introduction*

Alfredo Calcagno

*Rethinking Development Strategies after the Global Financial Crisis*

Jan Prieue

*Seven Strategies for Development in Comparison*

Eric Helleiner

*Restoring the Development Dimension of Bretton Woods*

Veerayooth Kanchoochat

*The Middle-Income Trap and East Asian Miracle Lessons*

Robert H. Wade

*The Role of Industrial Policy in Developing Countries*

Roberto Frenkel and Martín Rapetti

*The Real Exchange Rate as a Target of Macroeconomic Policy*

Rachel Denae Thrasher and Kevin P. Gallagher

*Defending Development Sovereignty: The Case for Industrial Policy and Financial Regulation  
 in the Trading Regime*

**The Financial and Economic Crisis of 2008-2009  
 and Developing Countries**

Edited by Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte,  
 Alejandro Márquez and Jan Prieue

United Nations publication, sales no. E.11.II.D.11  
 ISBN 978-92-1-112818-5

*Introduction*

**The Crisis – Transmission, Impact and Special Features**

Jan Prieue

*What Went Wrong? Alternative Interpretations of the Global Financial Crisis*

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra  
*The Emerging-market Economies in the Face of the Global Financial Crisis*

Jörg Mayer  
*The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility*

Sebastian Dullien  
*Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil*

#### **The Crisis – Country and Regional Studies**

Laike Yang and Cornelius Huizenga  
*China's Economy in the Global Economic Crisis: Impact and Policy Responses*

Abhijit Sen Gupta  
*Sustaining Growth in a Period of Global Downturn: The Case of India*

André Nassif  
*Brazil and India in the Global Economic Crisis: Immediate Impacts and Economic Policy Responses*

Patrick N. Osakwe  
*Africa and the Global Financial and Economic Crisis: Impacts, Responses and Opportunities*

#### **Looking Forward – Policy Agenda**

Alejandro Márquez  
*The Report of the Stiglitz Commission: A Summary and Comment*

Ricardo Ffrench-Davis  
*Reforming Macroeconomic Policies in Emerging Economies: From Procyclical to Countercyclical Approaches*

Jürgen Zattler  
*A Possible New Role for Special Drawing Rights In and Beyond the Global Monetary System*

Detlef J. Kotte  
*The Financial and Economic Crisis and Global Economic Governance*

\* \* \* \* \*

### **The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies**

*Report by the UNCTAD Secretariat Task Force  
on Systemic Issues and Economic Cooperation*

United Nations publication, sales no. E.09.II.D.4  
ISBN 978-92-1-112765-2

- Chapter I A crisis foretold
- Chapter II Financial regulation: fighting today's crisis today
- Chapter III Managing the financialization of commodity futures trading
- Chapter IV Exchange rate regimes and monetary cooperation
- Chapter V Towards a coherent effort to overcome the systemic crisis

\* \* \* \* \*

Эти публикации можно приобрести в книжных магазинах и агентствах во всех районах мира. Наводите справки об изданиях в вашем книжном магазине или пишите по адресу: United Nations Publications Sales and Marketing Office, 300 E 42nd Street, 9th Floor, IN-919J New York, NY 10017, United States, тел. +1 212 963 8302, факс: +1 212 963 3489, электронная почта: [publications@un.org](mailto:publications@un.org), Интернет: <https://unp.un.org>.

**Regional Monetary Cooperation and Growth-enhancing Policies:  
The new challenges for Latin America and the Caribbean**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2010/1

- Chapter I What Went Wrong? An Analysis of Growth and Macroeconomic Prices in Latin America
- Chapter II Regional Monetary Cooperation for Growth-enhancing Policies
- Chapter III Regional Payment Systems and the SUCRE Initiative
- Chapter IV Policy Conclusions

\* \* \* \* \*

**Price Formation in Financialized Commodity Markets: The role of information**

United Nations publication, UNCTAD/GDS/2011/1

1. Motivation of this Study
2. Price Formation in Commodity Markets
3. Recent Evolution of Prices and Fundamentals
4. Financialization of Commodity Price Formation
5. Field Survey
6. Policy Considerations and Recommendations
7. Conclusions

\* \* \* \* \*

Эти публикации имеются на сайте <http://unctad.org>. Их экземпляры можно получить у сотрудника, ответственного за выпуск документов, в Секции макроэкономической политики и политики в области развития, Отдел по вопросам глобализации и стратегий в области развития, Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД), по адресу: Publications Assistant, Macroeconomic and Development Policies Branch, Division on Globalization and Development Strategies, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; электронная почта: [gdsinfo@unctad.org](mailto:gdsinfo@unctad.org).

**Дискуссионные документы ЮНКТАД**

No. 222	July 2015	Ulrich Hoffmann	Can green growth really work and what are the true (socio-) economics of climate change?
No. 221	May 2015	Eric Helleiner	International policy coordination for development: The forgotten legacy of Bretton Woods
No. 220	May 2015	Martin Falk and Eva Hagsten	E-commerce trends and impacts across Europe
No. 219	March 2015	Piergiuseppe Fortunato, Carlos Razo and Kasper Vrolijk	Operationalizing the product space: A road map to export diversification
No. 218	Dec. 2014	Daniel Poon	China's development trajectory: A strategic opening for industrial policy in the South
No. 217	Nov. 2014	Yilmaz Akyüz	Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies
No. 216	April 2014	Andrew Cornford	Macroprudential regulation: Potential implications for rules for cross-border banking
No. 215	March 2014	Stephany Griffith-Jones	A BRICS development bank: A dream coming true?
No. 214	Dec. 2013	Jörg Mayer	Towards more balanced growth strategies in developing countries: Issues related to market size, trade balances and purchasing power
No. 213	Nov. 2013	Shigehisa Kasahara	The Asian developmental State and the Flying Geese paradigm
No. 212	Nov. 2013	Vladimir Filimonov, David Bicchetti, Nicolas Maystre and Didier Sornette	Quantification of the high level of endogeneity and of structural regime shifts in commodity markets
No. 211	Oct. 2013	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	Structural change and economic development: Is Brazil catching up or falling behind?
No. 210	Dec. 2012	Giovanni Andrea Cornia and Bruno Martorano	Development policies and income inequality in selected developing regions, 1980–2010
No. 209	Nov. 2012	Alessandro Missale and Emanuele Bacchiocchi	Multilateral indexed loans and debt sustainability
No. 208	Oct. 2012	David Bicchetti and Nicolas Maystre	The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: Evidence from high frequency data
No. 207	July 2012	Amelia U. Santos-Paulino	Trade, income distribution and poverty in developing countries: A survey
No. 206	Dec. 2011	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	The long-term "optimal" real exchange rate and the currency overvaluation trend in open emerging economies: The case of Brazil
No. 205	Dec. 2011	Ulrich Hoffmann	Some reflections on climate change, green growth illusions and development space
No. 204	Oct. 2011	Peter Bofinger	The scope for foreign exchange market interventions
No. 203	Sep. 2011	Javier Lindenboim, Damián Kennedy and Juan M. Graña	Share of labour compensation and aggregate demand discussions towards a growth strategy
No. 202	June 2011	Pilar Fajarnes	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich Hoffmann	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg Mayer	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment

\* \* \* \* \*

*Дискуссионные документы ЮНКТАД* имеются на сайте <http://unctad.org>. Их экземпляры можно получить у сотрудника, ответственного за выпуск документов, в Секции макроэкономической политики и политики в области развития, Отдел по вопросам глобализации и стратегий в области развития, ЮНКТАД, по адресу: Publications Assistant, Macroeconomic and Development Policies Branch, Division on Globalization and Development Strategies, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; электронная почта: [gdsinfo@unctad.org](mailto:gdsinfo@unctad.org).



## ВОПРОСНИК

### Доклад о торговле и развитии, 2015 год

С тем чтобы повысить качество и актуальность Доклада о торговле и развитии, секретариат ЮНКТАД был бы признателен, если бы Вы высказали свое мнение о настоящей публикации. Просьба заполнить прилагаемую анкету и направить заполненный экземпляр по нижеуказанному адресу:

Readership Survey  
Division on Globalization and Development Strategies  
UNCTAD  
Palais des Nations, Room E.10009  
CH-1211 Geneva 10, Switzerland  
E-mail: tdr@unctad.org

Благодарим за помощь.

1. Как Вы оцениваете настоящую публикацию?

	Отлично	Хорошо	Удовл.	Неудовл.
Общая оценка	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Актуальность проблематики	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Аналитическое качество	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Основные выводы	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Представление материала	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. Что бы Вы отнесли к сильным сторонам настоящей публикации?  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_
3. Что бы Вы отнесли к слабым сторонам настоящей публикации?  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_
4. Для каких основных целей Вы используете настоящую публикацию?

Аналитическая работа и исследования	<input type="checkbox"/>	Обучение и подготовка кадров	<input type="checkbox"/>
Разработка политики и управление	<input type="checkbox"/>	Другие цели (просьба уточнить)	_____

  
\_\_\_\_\_
5. К какой из нижеперечисленных областей ближе всего Ваша работа?

Правительство	<input type="checkbox"/>	Государственное предприятие	<input type="checkbox"/>
Неправительственная организация	<input type="checkbox"/>	Академическое или исследовательское	<input type="checkbox"/>
Международная организация	<input type="checkbox"/>	СМИ	<input type="checkbox"/>
Частнопредпринимательская деятельность	<input type="checkbox"/>	Другие цели (просьба уточнить)	_____
6. Ф.И.О. и адрес респондента (по желанию):  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_
7. Есть ли у Вас другие замечания?  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_





