



# ДОКЛАД О ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИИ, 2015 год

ОБЗОР



ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

**ВНИМАНИЕ**

Настоящий доклад не может цитироваться или кратко излагаться в прессе, по радио и телевидению или через каналы электронных сетей до **17 ч. 00 м. по Гринвичу 6 октября 2015 года**



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

**Женева**

**ДОКЛАД О ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИИ,  
2015 год**

**ОБЗОР**



**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; адрес электронной почты: [tdr@unctad.org](mailto:tdr@unctad.org).  

---
- Содержащийся в настоящем документе Обзор издается также в качестве части *Доклада о торговле и развитии, 2015 год* (UNCTAD/TDR/2015, в продаже под № R.15.II.D.4).

## 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 партитуру. 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 стало 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 от 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 царилла 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 единственно 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 ценовой стабильностью, 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. Наметившийся 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 «долговременной стагнации» не нова. Предположение о существовании рубежа, за которым рост прекращается, было впервые озвучено 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 углублением 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, 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 через совместные резервные фонды на региональном уровне.

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

Новые факторы уязвимости, связанные с процессом финансовализации, 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, расположенных 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 внутрорегиональная торговля. Физический объем восточноазиатской торговли продолжал расти, но необычно низкими для региона темпами (менее чем на 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 двигателя роста 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 финансиализация 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 для 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 перед потоками 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 (СПЗ) 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 продуктом вмешательства в функционирование валютных рынков, призванного не допустить повышения валютного курса в результате 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 многовалютной 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 СПЗ.

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 СПЗ, 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 СПЗ 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 обменных курсов до создания глобального центрального банка и даже новой глобальной валюты. Даже при менее амбициозной повестке дня

эффективного функционирования этих соглашений потребуется всесторонняя координация макроэкономической политики. Помимо этого, необходимо увеличить ресурсы МВФ и реформировать механизм их использования с тем, 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 не ограничены; и, в-третьих, операции свопа с центральными банками-эмитентами валюты, в которой ощущается недостаток, не влекут за собой негативных последствий для обменных курсов. Существующие механизмы свопа, 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 обменного 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 своп. 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 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 в развивающихся странах 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 с тем, 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 управляющих активами (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 увековечивают, 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 регулирование 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 впредь 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 «пузырей», 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 мощному экономическому росту в сочетании с благоприятным уровнем процентных ставок и международной помощью в уменьшении долгового бремени. По отношению к ВНД сумма внешней задолженности заметно снизилась по сравнению с пиковым уровнем 1990-х годов, опустившись в большинстве регионов до уровня ниже 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 в случае, 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 комплекс 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 свободно 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 восполнение 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 венчурных фондов. 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 приводят 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 охватывает 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 эффективного 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 мощного национального 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 созревания, серьезными внешними факторами, зависимостью от других инвестиционных проектов, а также с непредсказуемостью конечных результатов, либо инвесторы не располагают информацией о конкретных потребностях МСП или начинающих 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, 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 в 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, лежащих на плечи правительств 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 чреватой для правительства 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 (СФ). 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. СФ 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 СФ 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.



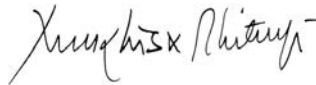
Кроме того, они играют важную антициклическую функцию, поскольку выдаваемые им под проекты кредиты восполняют нехватку финансирования в периоды спада или кризиса, когда частные кредиторы уходят с рынка.

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 развивающихся регионах планеты. 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

