

ДОКЛАД СТИГЛИЦА

о реформе
международной
валютно-финансовой
системы: уроки
глобального кризиса

Еврофинанс Моснарбанк

Книга издана
при финансовой
поддержке ОАО АКБ
«ЕВРОФИНАНС
МОСНАРБАНК»

THE STIGLITZ REPORT

**Reforming the International
Monetary and Financial Systems
in the Wake of the Global Crisis**

**Joseph E. Stiglitz
and Members of a
UN Commission of Financial Experts**

**With a foreword by Miguel d'Escoto Brockmann,
UN General Assembly President**



THE NEW PRESS

NEW YORK
LONDON

ДОКЛАД СТИГЛИЦА

о реформе
международной
валютно-финансовой
системы: уроки
глобального кризиса

Доклад Комиссии
финансовых экспертов ООН

Перевод с английского
доктора юридических наук
Ю.М. Юмашева



МОСКВА
«Международные отношения»
2010

УДК [338.124.4:339.7](042.3)
ББК 65.268-971
Д63

Публикуется по соглашению с издательством
The New Press, Нью-Йорк

Д63 Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Междунар. отношения. 2010. – 328 с.

ISBN 978-5-7133-1387-6

Важнейший из уроков мирового экономического кризиса состоит в понимании и признании необходимости произвести радикальные изменения в механизмах и структурах регулирования мировой экономики и управления процессом глобализации.

Во всемирной по своему охвату дискуссии по этим проблемам публикуемый Доклад Комиссии ООН занимает особое место. Он представляет собой итог длительной и целеустремленной работы независимых международных экспертов во главе с Нобелевским лауреатом Джозефом Стиглицем, выполненной на высшем профессиональном уровне.

Раскрывая причины возникновения кризиса и механизмы его воздействия на экономику – с особым вниманием к развивающимся странам и странам с переходной экономикой, авторы Доклада приходят к убедительным и тщательно взвешенным рекомендациям о путях реформирования международной валютно-финансовой системы.

Можно уверенно сказать, что при всех сложностях этой грядущей реформы высказанные в Докладе идеи найдут свое воплощение в жизненной практике.

УДК [338.124.4:339.7](042.3)
ББК 65.268-971

- © 2010 by The New Press
- © 2010 by Joseph E. Stiglitz, Preface
- © Перевод на русский язык, Ю.М. Юмашев, 2010
- © «Международные отношения», подготовка к изданию и оформление, 2010

ISBN 978-5-7133-1387-6

Оглавление

<i>Андрей Бугров</i> Обращение к российскому читателю	9
<i>Джозеф Ю. Стиглиц</i> Вступление	11
<i>Мигель д'Эското Брокманн</i> Предисловие	32

ДОКЛАД СТИГЛИЦА

<i>Глава 1</i> Введение	45
<i>Глава 2</i> Макроэкономические проблемы и перспективы	69
<i>Глава 3</i> Реформа глобального регулирования с целью укрепления стабильности мировой экономики	122
<i>Глава 4</i> Международные институты	214
<i>Глава 5</i> Международные финансовые инновации	261
<i>Глава 6</i> Заключительные комментарии	309

Члены Комиссии

Г-н Джозеф Стиглиц (США), председатель
Г-н Андрей Бугров (Россия)
Г-н Юсеф Бутрос-Гали (Египет)
Г-н Жан-Поль Фитусси (Франция)
Г-н Чарльз Гудхарт (Великобритания)
Г-н Роберт Джонсон (США)
Г-н Джомо Кваме Сундарам (ООН)
Г-н Бенно Ндуло (Танзания)
Г-н Хосе Антонио Окампо (Колумбия)
Г-н Педро Паэз (Эквадор)
Г-н Яга Венугопал Редди (Индия)
Г-н Авинаш Персауд (Барбадос)
Г-н Рубенс Рикуперо (Бразилия)
Г-н Эйсуке Сакакибара (Япония)
Г-н Чуквума Солудо (Нигерия)
Г-жа Хайдемария Вечорек-Цойль (Германия)
Г-н Ю Йондин (Китай)
Г-жа Зети Ахтар Азиз (Малайзия)

Докладчик

Г-н Ян Крегель (США)

Специальные представители Председателя Генеральной Ассамблеи

Г-н Франсуа Утар (Бельгия)
Г-н Али Букрами (Алжир)

ОБРАЩЕНИЕ К РОССИЙСКОМУ ЧИТАТЕЛЮ

Я рад возможности представить российскому читателю доклад группы независимых международных экспертов, выполненный по инициативе ООН и под руководством Нобелевского лауреата Дж. Стиглица. Доклад посвящен анализу уроков последнего финансового кризиса и ориентирован, прежде всего, на интересы развивающихся стран.

Кризис поставил перед значительной частью человечества поистине глобальный вопрос – какой модели экономической организации и поведения следовать. Весь послевоенный период уровень жизни в Европе и Северной Америке, несмотря на диспропорции внутри отдельных стран, непрерывно возрастал. По существу, это была «жизнь в долг», в основе которой лежали растущие масштабы потребления, внутренние и внешние заимствования, во многом гипертрофированное развитие финансовых рынков. Очевидно, что такая модель практически себя исчерпала и не является образцом для подражания.

В то же время большинство развивающихся стран, испытывая острую нехватку средств для развития, были не в состоянии справиться с решением стоящих перед ними задач. Ситуация усугублялась тем, что рекомендации развитых стран и международных финансовых институтов оказались мало пригодны для развивающегося мира. В частности, пагубные последствия имела политика либерализации финансовых рынков, которой придерживались многие развивающиеся страны под давлением МВФ. В данном случае сказались отсутствие у развивающихся стран институтов эффективного регулирования, слабый контроль и мониторинг состояния финансового сектора.

Книга содержит много тем, связанных с функционированием глобальной экономики. Одной из центральных является проблема соотношения роли государства и рынка, механизмов и масштабов рыночного и государственного регулирования. Кризис наглядно показал, что ставка на рыночное саморегулирование не обеспечивает сама по себе устойчивого и сбалансированного развития экономики. Между тем опыт свидетельствует о том, что чрезмерное вмешательство государства в экономическую жизнь снижает стимулы для развития, создает преграды для динамичного роста бизнеса.

Кризис высветил необходимость поиска баланса между этими силами. Старый механизм разрушен, нужно формирование нового. Каким он будет, в какой мере будут учтены уроки последнего кризиса? В докладе намечены определенные шаги – усиление координации на глобальном уровне, более жесткие требования к банкам, отказ от рискованных финансовых инструментов, подрывающих надежность международной финансовой системы. Формирование новой финансовой архитектуры тем более актуально, что кризис 1997–1998 гг. практически не привел к серьезным сдвигам в макроэкономической политике и регуляторной деятельности большинства стран.

Заключительная часть доклада содержит описание новой глобальной резервной системы и механизмов предотвращения суверенных дефолтов.

В целом доклад вводит в публичный оборот целый набор рекомендаций для средне- и долгосрочных действий и расширяет поле дискуссии. Надеюсь, что, наряду с другими работами такого рода, он послужит выработке мер по управлению глобализацией на новом этапе ее становления.

Андрей Бугров

г. Москва, октябрь 2010 г.

ВСТУПЛЕНИЕ

Сразу же после того, как в 2007 г. в США разразился кризис, стало очевидно, что он перерастет в мировой. Уже первые толчки в августе 2007 года явственно ощущались за тысячи километров от эпицентра, в Индонезии. Столь же очевидной была и потребность в глобальном ответе, а международные экономические и финансовые институты оказались не вполне подготовленными к выполнению этой задачи. Действительно, некоторые из этих институтов активно проводили политику дерегулирования и либерализацию финансового рынка и рынка капиталов в глобальном масштабе. И это привело к быстрому распространению кризиса по всему миру. Кризис выявил явные пороки теории рыночного фундаментализма, согласно которой ничем не стесненная деятельность рынка ведет к созданию эффективной и стабильной экономики. То же самое касается и идеи саморегулирования рынков: она оказалась оксимороном, каковой она, впрочем, и была. Тем не менее, в некоторых международных экономических институтах эти идеи занимали почетное место.

Разумеется, это был не первый кризис, с которым столкнулась мировая экономика. Уже за 10 лет до этого произошел крупный кризис в Восточной Азии, который быстро перерос в глобальный финансовый кризис. После этого кризиса активно обсуждался вопрос о формировании новой международной финансовой архитектуры. Однако мало, явно слишком мало, было сделано в этом направлении. Был создан новый финансовый институт – Форум финансовой стабильности – с целью избежать повторения подобных кризисов в будущем. Но этот институт руководствовался теми же порочными экономическими моделями и теориями. И нет

ничего удивительного в том, что он не смог предотвратить кризис, еще более глубокий, чем тот, что случился в конце прошлого века.

И вновь стало очевидным, что экономическая глобализация опередила политическую: мир стал еще более взаимозависимым, и все, что произошло в одной стране, могло иметь глубокие последствия для других стран. Глобализация означала, что возросла необходимость в глобальных коллективных действиях, чтобы все страны мира действовали совместно, коллективно и согласованно. Необходимо было обеспечить такое положение, чтобы действия, предпринимаемые в одной стране, не имели отрицательных последствий для других стран. Мировому сообществу следовало сделать это *еще до кризиса*.

Призыв к глобальным действиям

Сейчас же, когда кризис разразился, необходимы совместные действия для восстановления темпов экономического роста. Как это подчеркнуто во 2-й главе нашего доклада, усилия одной страны по стимулированию собственной экономики помогут другим странам, если эта страна будет больше импортировать. Существовало множество внешних положительных факторов стимулирующего характера. Однако любая страна могла найти весомые доводы, побуждающие ее «задарма» проехаться за счет усилий других стран. Еще более серьезными рисками было чревато проведение политики типа «клянчить у соседа», характерной для Великой депрессии, когда каждая страна стремилась стимулировать собственную экономику за счет других стран. Единственным способом решить эту проблему было сотрудничество всех стран, чтобы обеспечить всеобъемлющий стимул на глобальном уровне.

Насущной была также помощь мирового сообщества развивающимся странам. Оказание такой помощи диктовалось не только гуманитарными соображениями, но и собст-

венными интересами развитых стран – было бы трудно достичь устойчивого глобального восстановления экономики при одновременной рецессии в одной из частей мира. Более того, такое несбалансированное восстановление экономического роста, если бы оно имело место, могло обострить диспропорции в мировой экономике, которые угрожали ее стабильности в годы, предшествующие кризису.

Не следует забывать и о чувстве моральной вины: развивающиеся страны стали невинной жертвой ошибочного управления экономикой в США.

Существует и еще один аспект моральной ответственности США и других промышленно развитых стран перед развивающимися странами: они навязали неопытным развивающимся странам политику либерализации *без соответствующих защитных механизмов*. Эта политика подвергла развивающиеся страны значительным рискам, в то время как у них не было достаточно ресурсов противостоять последствиям этих рисков. Развитые страны тратили сотни миллиардов долларов для помощи своим гражданам и для стабилизации собственной экономики. Развивающиеся страны не имели возможности последовать их примеру.

В более широком смысле вину за это должны разделить с правительствами развитых стран и их финансовыми институтами и финансовые рынки. Именно они оказали серьезное влияние на развивающиеся страны, побудив их принять политику «Вашингтонского консенсуса», которая оказалась для них практически бесполезной, зато существенно помогла банкам. Перед последним кризисом банки промышленно развитых стран делали деньги, когда капиталы устремились в Восточную Азию. Они исправляли свои ошибки за счет налогоплательщиков этого региона, которые в конечном счете спасали их, покрывая с процентами расходы МВФ и других финансовых институтов по оказанию помощи этим банкам. А затем они снова делали деньги на операциях по финансовому спасению, продавая в пожарном порядке ком-

паний восточноазиатских стран во исполнение требований МВФ в качестве платы за оказанную им помощь.

Во время текущего кризиса банки опять нуждаются в спасении. Но на сей раз спасти их придется американским и европейским налогоплательщикам.

Наконец, международному сообществу необходимо принять новые стандарты регулирования, если мы не хотим повторения настоящего кризиса через несколько лет. Старые стандарты оказались явно непригодными. Нынешний кризис просто оказался наиболее глубоким в череде кризисов, которые поражали мир с начала эры дерегулирования – более 100 кризисов за 30 лет. Эти цифры представляют собой разительный контраст с предыдущим полувековым периодом отсутствия кризисов, когда мир, казалось, извлек уроки из Великой депрессии, когда было разработано и применялось жесткое регулирование. И если ничего не будет предпринято, почти наверняка нас ожидают новые кризисы в недалеком будущем.

Проявить инициативу: слабости глобального управления

Потребность во всеобъемлющих действиях на международном уровне была очевидной. Но кто мог бы или должен был бы начать? США не могли – именно их ошибочная макроэкономическая политика, основанная на ошибочных идеях, привела к глобальному хаосу. Более того, президент Буш препятствовал реализации принципа многосторонних отношений. Но кризис был глобальным. Так что небольшой клуб промышленно развитых стран – G-7 или G-8 – был неспособен решить задачу борьбы с ним. К тому же вполне понятно, что для этого потребовались бы деньги. Однако большие средства хранились в странах Азии и Ближнего Востока, которые не были членами этого клуба.

МВФ уже прибегал к спасению международной финансовой системы ранее. Но прошлый опыт не подходил для данного случая. В конце концов, Фонд не смог предвидеть грядущий кризис, равно как и не выполнил своих обязательств по его предотвращению. И, как я отметил ранее, Фонд был одной из организаций, навязавших развивающимся странам проведение как раз той политики, за которую на нем лежит большая часть вины. Потенциальные заемщики в развивающихся странах были не склонны обращаться к МВФ, памятуя о его отношении к странам, нуждавшимся в его помощи в прошлом. У него отсутствовали необходимые средства, а имеющие их ближневосточные и азиатские страны скептически относились к данному институту: в конце концов США и другие промышленно развитые страны занимали доминирующие позиции в МВФ (США были единственной страной, обладавшей правом вето, а Европа всегда назначала главу Фонда) и несли ответственность за настоящий кризис.

Два института заполнили эту пустоту. Министры финансов Группы – 20 (G-20) начали встречаться десятью годами раньше во время восточноазиатского кризиса. Ныне по инициативе европейских лидеров статус участников G-20 был повышен до уровня глав государств и правительств. Но в мире 192 государства (члены ООН. – *Ред.*). А это означает, что голоса 172 государств не будут услышаны. Более того, в то время как государства–члены G-20 представляют 75 % мирового ВВП, сама группа не обладает репрезентативностью и политической легитимностью. И если было понятно, почему некоторые страны были членами «клуба», то остается неясным, почему некоторые из входящих в него оказались в нем, а некоторые – не были его членами. Развивающиеся и малые страны были особенно обижены. Лишь одна из африканских стран, расположенных на юге Африканского континента, – ЮАР присутствовала за столом переговоров. Но едва ли она могла представлять другие африканские страны, поскольку они существенно отличаются от нее.

Создание комиссии

ООН была единственной международной организацией, правомочной собрать все страны мира вместе. Председатель Генеральной Ассамблеи (ГА) признал важность принятия ООН необходимых мер в этом отношении. Он обратился с призывом о встрече на высшем уровне глав государств и правительств по вопросам кризиса, особенно в том, что касается его отрицательных последствий для развивающихся стран, поскольку в противном случае, как он опасался, их интересы не будут удовлетворены. Он обратился ко мне с просьбой возглавить Комиссию экспертов, которая должна была представить независимый доклад о кризисе, план действий и повестку дня встречи на высшем уровне.

Группа экспертов имела ряд важных преимуществ. Она была правомочна дать объективный анализ причин кризиса; ей не следовало быть слишком дипломатичной при определении виновности. Выводы и рекомендации группы могли содержать новые идеи – в том числе те, которые были без энтузиазма восприняты рядом стран, так как это противоречило бы их особым и существенным интересам. Даже если эти идеи и не получили бы прямого выхода в политику, они могли бы помочь разработать «дорожную карту» на будущее.

С самого начала было ясно, что наша Комиссия и G-20 будут дополнять друг друга. Мы не конкурировали с G-20, а взаимно поддерживали друг друга. В конечном счете решения принимают политики, а эксперты могут помочь им сделать это.

Комиссия была создана решением Председателя Генеральной Ассамблеи в октябре 2008 г.

Члены комиссии

В группу экспертов мы старались подобрать специалистов с различным профессиональным опытом и с различными

взглядами. Это, конечно, затрудняло достижение общего согласия, но означало бы, что достигнутый консенсус имеет тем бóльшую ценность. Почти каждый, к кому мы обращались, дал согласие быть членом Комиссии, хотя у них был предельно плотный рабочий график. Мы знали об этом и потому выражаем им свою признательность, поскольку они разделяют нашу убежденность в исключительной важности реализации потенциальных возможностей Комиссии.

Мы искали «ветеранов» кризиса, таких, как управляющий центральным банком Малайзии госпожа Зети, которая играла ключевую роль в успешном преодолении восточно-азиатского кризиса для этой страны десятью годами ранее. Малайзия вышла из кризиса раньше других стран региона и с меньшим бременем долгов. Но еще до кризиса Малайзия демонстрировала большую мудрость в управлении рисками на глобальных финансовых рынках, настаивая на том, чтобы не только банки, но и фирмы, которым эти банки предоставляли кредиты, не подвергали себя валютным рискам. Эйсукэ Сакакибара, заместитель министра финансов Японии по международным вопросам, проявил себя во время восточно-азиатского кризиса как вдумчивый и креативный специалист, предложивший создать Азиатский валютный фонд.

Нам нужен был и хороший специалист, способствовавший успешному проведению национальной кредитно-денежной политики накануне кризиса путем введения регулирования, которое ограничивало возможности принятия чрезмерных рисков и одновременно стимулировало значительный экономический рост, — такой специалист, как упомянутый выше г-н Зети и г-н Редди, бывший управляющий Резервным банком Индии. Нам нужны были специалисты, обладавшие многообразным опытом в различных сферах общественной жизни, подобные Чарльзу Гударту, преподавателю Лондонской школы экономики, работавшему до этого в комитете по кредитно-денежной политике Соединенного Королевства, и Хосе Антонио Окампо, известному историку

экономики, преподававшему в Колумбийском университете. Он был Заместителем Генерального Секретаря ООН по экономическим и социальным вопросам при Кофи Аннane, занимал пост главы Экономической Комиссии ООН по Латинской Америке и в различное время возглавлял министерства планирования, финансов и сельского хозяйства Колумбии. Именно он помог ввести в стране систему «умеренных волн» движения капиталов, поскольку краткосрочные капиталы постоянно играли отрицательную роль источника нестабильности в развивающихся странах и способствовали быстрому распространению кризиса по всему миру. Андрей Бугров, видный российский бизнесмен, был исполнительным директором во Всемирном банке во время рублевого кризиса в России десятилетие назад. Роб Джонсон – бывший главный экономист Банковского комитета Сената США. В начале 1980-х гг., когда стали активно осуществляться попытки дерегулирования, он покинул свой пост и сделал исключительно успешную карьеру на финансовых рынках (в частности, кроме прочего, работая на почасовой основе в хеджевом фонде Дж. Сороса.).

И в первую очередь были нужны специалисты, занимающиеся проблемами развития. Нас особенно беспокоило то, что развивающиеся страны окажутся среди наиболее пострадавших от кризиса. И мы не ошиблись. Хайдемария Вечорек-Цойль, министр по сотрудничеству и развитию Германии, без устали трудилась на ниве оказания помощи беднейшим странам. Важным элементом ее деятельности была разработка механизмов тесного сочетания чрезвычайной краткосрочной помощи с более долгосрочной помощью в интересах развития. Два наиболее известных африканских экономиста, сотрудничающих с центральными банками, – нигериец Чарльз Солудо и Бен Ндуло из Танзании согласились принять участие в работе Комиссии. Мы искали также представителей из малых стран – Ави Персауд из Барбадоса также внес вклад в деятельность Комиссии благодаря своему уникальному

опыту по работе с финансовыми рынками, когда он занимал пост Председателя лондонского отделения аналитической фирмы «Интеллидженс капитал», специализирующейся на присвоении банкам кредитных рейтингов. Роберт Пазз из Эквадора также привнес единственный в своем роде опыт по решению проблем задолженности своей страны.

Влияние кризиса отразилось и на беспрецедентном падении мировой торговли, и потому было очень важно иметь специалистов, занимающихся проблемами взаимосвязи между торговлей и финансами. Рубенс Рикуперо, бывший глава ЮНКТАД и бывший министр финансов Бразилии, стал экспертом Комиссии по этим вопросам, равно как и Ян Крегель, также бывший сотрудник ЮНКТАД, ныне ведущий научный сотрудник Института экономики Леви при Бард колледже. Он стал докладчиком комиссии.

Очевидно, что развернувшийся кризис потребует ответных согласованных коллективных действий со стороны мирового сообщества. Вот почему была важна экспертиза международных институтов. Многие члены Комиссии работали ранее в том или ином качестве в различных институтах подобного рода (Крегель, Рикуперо, Бугров, Стиглиц, Окампо). Все председатели центральных банков работали в руководстве МВФ, а многие участвовали в заседаниях Банка международных расчетов в Базеле, где председатели центральных банков собираются для обсуждения общих проблем и подходов. Кроме того, известный малазийский ученый Джомо Сундарам работал заместителем руководителя Департамента ООН по экономическим и социальным вопросам и главой исследовательского центра группы 24 развивающихся стран (G-24), которая стремилась донести свои взгляды на международную экономическую политику до международных экономических организаций.

Важно было также иметь представителя крупнейшей страны с переходной экономикой – Китая. И нам удалось заручиться активным участием г-на Ю Йондина из китайской Академии социальных наук, известного ученого, чьи

работы по анализу диспропорций в мировой экономике и глобальной резервной системы получили международное признание. Кроме того, было очевидно, что глобальные диспропорции носили макроэкономический характер и что вопрос об управлении на макроэкономическом уровне будет иметь первостепенное значение. Жан-Поль Фитусси, глава Французской экономической обсерватории (OFCE) и ведущий специалист мирового уровня в области макроэкономики, согласился работать в Комиссии.

Алжирец Али Букрами и египтянин Юсеф Бутрос-Гали представляли точку зрения стран Ближнего Востока. И Франсуа Утар из Бельгии подтвердил, что Комиссия рассматривает глобальный финансовый кризис с более широких позиций в контексте других кризисов, отрицательно влияющих на развивающиеся страны, – включая кризисы продовольственного, энергетического, экологического (связанный с изменениями климата).

Члены Комиссии придерживались различных научных взглядов. И хотя они хорошо ориентируются в неоклассических доктринах – согласно которым рынки эффективны и саморегулируемы, тем не менее, не отрицают ограниченность применения этих доктрин и лежащих в их основе посылок. Гудхарт долгое время считал, что кредитно-денежная политика опирается на доктрину «доступных средств» (*availability doctrine*), то есть влияние этой политики осуществляется не только посредством процентных ставок, но также благодаря доступу к финансированию. Крегель считается ведущим специалистом в развитии идей доктрины «кредитных пузырей», впервые выдвинутой Хайманом Мински. Стиглиц внес свой вклад в развитие неокейнсианства, особенно тех аспектов этой теории, которые касаются понимания последствий долговых и кредитных рынков.

В условиях нынешнего кризиса, ассоциирующегося с чрезмерным «финансовым левэриджем», эти аспекты приобретают большую значимость.

Некоторые члены Комиссии занимали официальные должности, но в Комиссии они выступали в личном качестве. На их экспертные мнения и обязательства, связанные с работой в Комиссии, ни в коей мере не налагались ограничения, вытекающие из их «служебного положения». В то же время тесная взаимосвязь членов Комиссии с «официальными структурами» облегчила ее деятельность, поскольку тем самым к ней было привлечено серьезное внимание.

Процесс обсуждения

Первое заседание Комиссии состоялось в начале января 2009 г. На нем была согласована программа ее деятельности. Были созданы четыре рабочие группы, что нашло отражение в четырех основных главах Доклада. Кризис, вне всякого сомнения, носил не только финансовый, но и экономический характер. В финансовом секторе допускались многочисленные ошибки при размещении капитала, что вело к значительным потерям общественных благ. Но реальные потери в производстве начались после того, как лопнул американский пузырь недвижимости и реальное производство не оправдало прогнозов мирового производства. Адаптация к последствиям «лопнувшего пузыря» стала одной из важнейших долгосрочных проблем. Так что первая рабочая группа под руководством Фитусси сосредоточилась на макроэкономических проблемах. Отсутствие регулирования было главной причиной возникновения кризиса и его быстрого распространения. Вторая рабочая группа возглавлялась Персаудом. Международные институты должны играть важную роль в борьбе с кризисом. Но, чтобы действовать эффективно, они нуждаются в существенных реформах. Третья рабочая группа занималась определением того, какие шаги необходимо предпринять. Ее возглавлял Джомо. Наконец, члены Комиссии посчитали важным «выйти за рамки» и развернуть об-

суждение некоторых более фундаментальных реформ – реформ, которые нельзя завершить в ближайшем будущем, но которые необходимы для долгосрочного устойчивого роста. Четвертая рабочая группа во главе с Окампо сосредоточилась на такого рода средне- и долгосрочных мерах.

После организационной встречи в Нью-Йорке в январе 2009 года рабочие группы и Комиссия в целом собирались последовательно в Куала-Лумпуре (февраль), Нью-Йорке (февраль), Берлине (март), Женеве (март), Гааге (май) и в Нью-Йорке во время нашего предварительного доклада (в марте), а также во время встречи на высшем уровне (июнь).

Дискуссии носили оживленный, интенсивный, но в целом благожелательный характер. Консенсус был достигнут практически по всем вопросам. В некоторых случаях согласие было достигнуто в отношении принципов и целей, а различия во мнениях касались лишь наиболее подходящих путей их достижения. Мы надеялись, что наш Доклад послужит началом дискуссий по ряду жизненно важных проблем современного общества, и потому предложили некоторые альтернативы и высказали аргументацию в пользу каждой из них.

Как расширение представительства влияет на изменение баланса сил

Я думаю, что каждый читающий наш Доклад оценит преимущества создания Комиссии экспертов. Надеюсь, читатель согласится, что его аналитическое обоснование яснее и убедительнее, чем в традиционном правительственном отчете. Ключевой темой обычных дискуссий является обсуждение роли чрезмерной ликвидности и низких процентных ставок. Мы же сосредоточили свое внимание на анализе вопроса, почему Федеральная резервная система (ФРС) США проводит такую политику, – вопрос, может быть, более щекотливый политически, который администрация Буша была не склонна обсуждать на саммите G-20. Международное сообщество

было обеспокоено диспропорциями в мировой экономике. Но объяснение сложившейся ситуации также касалось политически острых вопросов, включая те способы преодоления мирового финансового кризиса, к которым прибегли МВФ и министерство финансов США.

Подобным образом мы могли обсудить и решения, которые не устраивали бы какую-либо из великих держав; например, решение о реформе глобальной резервной системы. Мы могли также поднять вопрос о трудно достижимых политических компромиссах.

Существует и другой вопрос, ответ на который не столь очевиден: изменили ли что-либо наши усилия, направленные на расширение представительства (например, увеличение стран-участниц G-20)? И если – да, то как? Я убежден, что – да. И тот факт, что это так, послужит важным уроком для глобального управления в будущем.

Четыре примера призваны проиллюстрировать сказанное. Во-первых, G-20 обратилась в МВФ как к международной организации с просьбой оказать помощь развивающимся странам. Это было естественно, так как МВФ играл центральную роль в операциях по спасению участников делового оборота в предыдущие десятилетия. Но это было лишь частью проблемы: то, как Фонд это делал, стоило ему поддержки развивающихся стран – стран, голос которых не мог быть услышан в должной мере на встречах G-20. Некоторые бедные страны ясно дали понять, что они предпочитают обращаться за помощью к отдельным странам, обладающим необходимыми средствами, и видят в МВФ лишь крайнее средство спасения. Более того, доверие к МВФ сильно пошатнулось из-за постоянной поддержки Фондом политики дерегулирования и либерализации, послужившей основной причиной возникновения кризиса и его быстрого распространения по всему миру. Помимо этого возникли проблемы из-за того, что многие страны с большими резервами в Азии и на Ближнем Востоке были не склонны передавать свои

деньги МВФ: и не только из-за неадекватности их представительства и права голоса в Фонде, но и из-за того, что во многих случаях политика, проводимая МВФ, противоречила взглядам их правительств. Наконец, проблема была и в том, что МВФ обычно предоставляет деньги в форме краткосрочных кредитов. Но многие бедные страны лишь начинали постепенно освобождаться от долгового бремени и, соответственно, не хотели вновь оказаться в том же незавидном положении. Больше того, не следует забывать, что, когда острая фаза кризиса будет позади, мировая экономика не сможет быстро вернуться к устойчивому росту.

Развивающиеся страны не были склонны обращаться к МВФ еще и по другой причине: во время предыдущих кризисов Фонд обуславливал предоставление помощи выполнением требований проциклического характера – сокращением расходов и ужесточением процентных ставок на кредиты в противоположность кейнсианской политике, которую как раз и проводили промышленно развитые страны во время настоящего кризиса.

Опора на МВФ была чревата рисками недооценки эффективности многостороннего противодействия кризису. Реформы МВФ (некоторые из которых поощрялись усилиями G-20) были очень полезны. МВФ поддерживал антициклическую политику, а в ряде случаев даже введение контроля за движением капиталов. Это позволяло странам сохранять значительно большие дефициты, чем в прошлом. Исполнительный директор Фонда предупреждал об опасности, связанной с преждевременным отказом от стимулов, и подчеркивал, что об оживлении экономики следует судить не только по показателям ВВП, но и по снижению безработицы до более приемлемого уровня. В то же время было ясно, что некоторые реформы, такие как реформа управления, недостаточно последовательны и осуществляются недостаточно быстро (см. главу 4). И это отнюдь не способствует восстановлению полного доверия к МВФ в ближайшем бу-

душем. Более того, из крупных сумм, переданных МВФ, лишь небольшая часть пойдет развивающимся странам. Наша Комиссия привлекла внимание к этим ограничениям, призвала разнообразить механизмы оказания им финансовой помощи с акцентом на предоставление грантов и предложила создать новую кредитную линию. Если бы наши предложения были учтены, экономический спад в ряде развивающихся стран мог бы быть не столь значительным.

Второй пример – дискуссия об офшорных банковских центрах, местах сосредоточения уклонения от налогов. Эти центры мало чем связаны с кризисом. Но они – источник постоянной озабоченности, касающейся глобальной финансовой системы, и, видимо, было вполне естественно, что дискуссия сосредоточилась на защитных мерах, прежде всего тех стран, которые не участвуют во встрече. Комиссии было ясно, что: а) действия G-20 недостаточно последовательны; б) делегирование ОЭСР ответственности по определению тех стран, которые отказываются от сотрудничества, было неконструктивным шагом, поскольку членами этой международной организации являются только промышленно развитые страны; в) у некоторых стран G-20 были серьезные проблемы с транспарентностью и г) уклонение/уход от налогов является далеко не единственной проблемой. Существуют проблемы отмывания денег, связанных с наркотрафиком; секретных банковских счетов, скрывающих украденные деньги коррумпированных диктаторов. Но даже если такие средства выявлены, некоторые страны G-20 отказываются вернуть их. Эту критику поддержала организация «Tax Justice Network», которая упрекала США и Соединенное Королевство в укрывательстве посредством банковской тайны*.

* Согласно данным этой организации, США и Англия занимают соответственно 1-е и 5-е место в списке стран, сохраняющих юридическую и финансовую секретность. Данные доступны на сайте этой организации – <http://www.financialsecrecyindex.com>.

В данном случае наши взгляды нашли отражение не только в заключительном документе июньской встречи в верхах ООН, но и в питтсбургской встрече G-20 в сентябре.

Третий пример касается дискуссий о регулировании. Хотя все признают необходимость реформы регулирования, тем не менее существуют серьезные разногласия между Европой и США на этот предмет. Франция и Англия были активными сторонниками изменения системы бонусов для руководства финансовых учреждений. США же в тот момент были не готовы обсуждать этот вопрос из-за противодействия финансового лобби. При подобных разногласиях внутри G-20 ее членам практически невозможно занять твердую позицию по данному вопросу. Для экспертов этот вопрос не представлял затруднений: экономисты согласны с тем, что стимулы имеют значение и что типичная схема поощрения финансовых менеджеров побуждает их к сиюминутным действиям и чрезмерным рискам. Так что то, что случилось, было предсказуемо и предсказано.

Поскольку стимулы имеют несомненное значение, Комиссия выразила озабоченность поведением «слишком-крупных-для банкротства-банков», которые при выигрыше уходят с прибылью, а в случае проигрыша налогоплательщики платят по счетам. Диспропорции в стимулах — очевидны. Но, учитывая политическое влияние крупных банков, неудивительно, что G-20, по крайней мере во время своих первоначальных встреч, не касалась данного вопроса.

Последний пример касается предложений Комиссии по реформе глобальной резервной системы. Прежде всего, наши опасения, что современные механизмы способствовали формированию недостаточности глобального совокупного спроса — и, соответственно, это может служить препятствием устойчивому подъему экономики, — в настоящее время общепризнанны. В наши дни большая часть средств сосредоточена в странах с переходной экономикой (в Азии и на Ближнем Востоке). И эти страны обеспокоены тем, что стоимость их

резервов уменьшится с падением стоимости доллара. Долгое время казалось аномальным, что глобальная финансовая система в такой мере зависит от валюты одной страны. Но постоянно увеличивающиеся дефициты США и дутые отчеты ФРС о состоянии финансов страны в ответ на кризис сделали эту проблему ключевой. И все же Соединенные Штаты были не склонны обсуждать ее. Тем не менее многие экономисты считали, что нынешняя финансовая система «работает» не только против развивающихся стран, но и самих США, так как большой дефицит торгового баланса – обратная сторона растущих долларовых резервов – ослаблял совокупный спрос США. Но гораздо явственнее этого недостатка было непосредственное преимущество, позволявшее получать кредиты по низким процентным ставкам. Это преимущество было особенно важным в свете колоссального дефицита, который как-то надо было финансировать. Таким образом, нет ничего удивительного в том, что, если развитые и развивающиеся страны считали реформу глобальной валютной системы ключевой для решения проблем нестабильности мировой экономики, G-20 избегала обсуждения этого вопроса.

Значимость идей

Одна из причин, почему за стол переговоров были приглашены столь разные страны и личности, заключалась даже не в том, что их волновали различные вопросы, сколько в многообразии высказанных ими идей. А идеи очень важны. Определенный комплекс идей лег в основу политики дерегулирования и других политических курсов (как в частном, так и в государственном секторах), которые способствовали возникновению кризиса и его быстрому распространению. Другой комплекс идей, совершенно отличных от упомянутых выше, был направлен на проведение активной антикризисной политики. Практически ни одна страна не заявила –

•
пусть рынки позаботятся сами о себе; и даже самые ярые поборники системы свободного рынка срочно обратились за помощью к государству.

До кризиса – явно и чрезмерно – превалировала рыночная ортодоксия – именно эти идеи оказались востребованными. И если мир намеревается идти по пути устойчивого послекризисного подъема экономики и не допустить повторения кризиса, серьезное внимание следует уделить другому, более широкому кругу идей. Необходима самая серьезная дискуссия среди тех, кто смотрит на мир другими глазами, ибо только так можно будет дать объективную оценку обоснованности тех или иных взглядов.

Очень часто возникает сложное переплетение различных идей, идеологий и интересов. Финансовые рынки заинтересованы в отстаивании дерегулирования, и идеология свободного рынка служит им хорошую службу. Но если экономику рассматривать как социальную науку, то постулаты свободного рынка нуждаются в проверке. Кризис поставил под сомнение многие широко поддерживаемые теоретические посылки.

Шесть месяцев спустя и повестка дня на будущее

В момент, когда данное введение передается для опубликования спустя шесть месяцев после его написания и через год с начала работы Комиссии, мир, кажется, вздохнул с облегчением, быстрее, чем ожидалось, отступив от края финансовой бездны. Многое было реализовано. И международное сообщество во многих отношениях должно быть довольно достигнутыми успехами.

Монтеррейская Встреча «Финансирование в целях развития» в 2003 г. показала, что ООН могла и должна была играть важную роль в разработке повестки дня, посвященной проблемам развития, – как она это сделала тремя годами ранее,

разработав программу «Развитие. Цели третьего тысячелетия». Не только финансирование, но и экономика в целом слишком серьезное дело, чтобы оставлять его на откуп министрам финансов и экономики. G-20 выступила с таким же предложением.

И тем не менее, когда мы смотрим на мировую экономику в январе 2010 г., у нас возникают причины для беспокойства. В большинстве стран финансовый сектор успешно отразил атаки сторонников ключевых реформ, касающихся регулирования, и институциональных реформ. Для финансового сектора наших дней характерна еще большая степень концентрации; обострились проблемы моральных рисков; не устранены глобальные диспропорции экономического развития.

Остается констатировать чрезвычайную волатильность рыночной экономики. Финансовые рынки не управляли рисками еще задолго до кризиса; развивающиеся страны уже давно несут бремя рисков валютных курсов и процентных ставок. Если уроки прошлых кризисов могут хоть как-то служить пониманию будущего, то существует риск серьезных «послешоковых последствий», поскольку некоторые страны не в состоянии вынести бремя накопленных во время кризиса долгов и повсеместного повышения процентных ставок в ответ на усилившийся спрос на финансовые ресурсы в результате огромных государственных заимствований.

Хотя международное сообщество признало потребность в разработке более эффективных механизмов решения проблем распределения и несения рисков – этот вопрос рассматривается в главе 5 настоящего Доклада, – большого прогресса в данном деле пока не достигнуто. МВФ сделал ряд предложений, касавшихся усиления роли финансовой поддержки со стороны этой организации, что должно уменьшить потребность в увеличении резервов (которые, как отмечалось выше, в свою очередь, усиливают недостаточность глобального совокупного спроса). Проблема здесь заключается в том, что большинство развивающихся стран не доверяет в достаточ-

ной мере МВФ, чтобы отказаться от опоры на собственные резервы.

Все было бы иначе, если бы существовала более длинная история прошлых результатов или руководство фондом изменилось бы согласно предложениям, изложенным в главе 4. Но ни то, ни другое не произойдет в ближайшем будущем, представляя собой проблемы для послекризисного стабильного восстановления мировой экономики.

Перед нами мир с его нерешенными проблемами – адаптации к изменениям климата, уменьшения вредных выбросов углеродных соединений в атмосферу и борьбы с бедностью – и в то же время с неиспользованными ресурсами. Безработица в Европе и США – 10 и более процентов. Каждый шестой американец, ищущий постоянную работу, не может ее найти. Впрочем, в некоторых кругах полагают, что следует побудить к большему потреблению Китай. Но мир не должен пытаться имитировать расточительный образ жизни США – планета не сможет выдержать этого. Настоящая проблема в том, чтобы найти более эффективные способы направления сбережений путем перераспределения в те сферы, в которых они необходимы.

Это возвращает меня к одной из тем, обсуждавшихся в Комиссии, которые постоянно поднимались некоторыми из ее членов: мы должны рассматривать настоящий кризис в контексте ряда других кризисов, которые имели место в последние годы, – продовольственный, климатических изменений и энергетический.

По мере того, как исчезали опасения, связанные с возможностью новой депрессии, возобновились дискуссии о «выходе», сокращении программ активного государственного стимулирования и отказа от специальных денежно-кредитных мер. Это может быть сопряжено с трудностями, а стремление бороться с последствиями кризиса может оказаться еще более проблемным: высокая степень задолженности чревата большими издержками даже для промышленно

развитых стран, поскольку они уже сталкиваются с серьезными бюджетными трудностями в эти годы из-за стареющих «бэби бумеров». Уменьшение расходов на социальное страхование может нарушить хрупкий «социальный договор», и без того пострадавший от отвлечения бюджетных средств на спасение банков. А сокращение ассигнований на инвестиции в инфраструктурные проекты, образование и передовые технологии замедляет экономический рост.

Комиссия была создана на короткий срок. Ее мандат истекал с окончанием срока полномочий Председателя Генеральной Ассамблеи. Но проблемы, стоящие перед международным сообществом, остаются. В предстоящие годы и США, и другие страны мира будут ощущать последствия провалов американской финансовой системы. После кризиса мир изменится и станет не таким, каким он был до кризиса. Мы надеемся на то, что этот Доклад поможет придать дискуссиям на эту тему иной характер, и их предметом станут не только меры, направленные на обеспечение стабильного роста мировой экономики и на то, как исключить возможность повторения подобного кризиса в будущем, но и меры по формированию процесса глобализации нового типа, с более эффективным и более демократичным управлением, глобализации, благодаря которой будут достигнуты большая стабильность и более быстрый экономический рост и в рамках которой плоды этого роста будут распределяться более справедливо.

Джозеф Ю. Стиглиц

Январь 2010

ПРЕДИСЛОВИЕ

26 июня 2009 г. произошло экстраординарное событие: 192 государства—члена ООН единогласно приняли исключительно важное и масштабное заявление о мировом финансово-экономическом кризисе и его влиянии на дальнейшее развитие мировой экономики. Анализ и рекомендации, содержащиеся в нем, охватывают широкий спектр: от краткосрочных мер по смягчению кризиса до глубоких структурных перемен, от реакции на кризис — до реформирования «глобальной архитектуры» экономики и финансов. Данный документ ориентирован на конкретную программу действий; он содержит несколько «рецептов» в форме действенных решений, но кроме того предлагает смелую повестку дня по осуществлению политики перемен и институциональному развитию, широкую по своему охвату и глубокую по поставленным задачам. Несмотря на то, что этот документ неизбежно является результатом компромисса и сознательной недоговоренности, он остается самым всеобъемлющим межправительственным заявлением о причинах мирового экономического кризиса и необходимых мерах по его преодолению.

Заявление является также еще и весомым доказательством потенциала Организации Объединенных Наций как форума не только для обмена мнениями, но и для принятия решений высшего порядка — идей и действий по определению институциональных контуров нашей общей жизни. Оно появилось в результате настойчивых усилий ряда отдельных индивидов и институтов — дипломатов и чиновников, активистов гражданского общества и общественных движений, интеллектуалов и научных и независимых экспертов из всех

уголков мира. Июньское Заявление использует интеллектуальный потенциал, накопленный многими десятилетиями во время национальных и региональных кризисов, кульминацией которых, после августа 2007 г., явилась самая широкая по своему масштабу экономическая рецессия со времен Великой депрессии.

Помимо этого, Заявление отражает авторитет Комиссии экспертов по реформе международной валютно-финансовой системы, которую я учредил под председательством Джозефа Стиглица в конце ноября 2008 г. специально для того, чтобы оказывать содействие государствам-членам Генеральной Ассамблеи в обсуждении ими решений по глобальному финансово-экономическому кризису. Для деятельности Комиссии были специально установлены довольно широкие рамки; центр ее активности определялся в зависимости от стадии развития кризиса, от ее собственных интенсивных дискуссий и наработок и посредством открытого интерактивного диалога с государствами-членами и другими официальными представителями власти.

Несмотря на отсутствие официального статуса, Комиссия оказывала значительное влияние благодаря репутации ее членов и их широкому представительству. 20 членов Комиссии являются выходцами из самых различных регионов. Их совокупный опыт, отражающийся в работе Комиссии, исчисляется не десятилетиями, а веками. Они привнесли в деятельность Комиссии свой жизненный опыт, перспективы и успех, достигнутый ими в качестве банкиров, политиков, ученых и практиков самой высшей категории. Они также привнесли с собой желание и готовность работать не покладая рук с тем, чтобы добиться исполнения поистине невыполнимого графика.

Подобно тому, как Луна влияет на приливы и отливы, Комиссия оказывала огромное влияние на дебаты государств-членов и направляла их усилия от обсуждения очевидных проблем к системным, пагубное воздействие которых со всей

очевидностью проявилось во время текущего кризиса. Комиссии удалось влить энергию в инерционное мышление государств-членов, напомнив им, как сказано в заключении Доклада:

«Кризис – это не случайное явление, раз в столетие поражающее экономику, как гром среди ясного неба, не поддающееся прогнозированию и не позволяющее избежать его. Наоборот, мы верим, что кризис – рукотворный результат ошибок частного сектора и неправильного поведения общества, введенного в заблуждение».

Иными словами, члены Комиссии призвали государства-члены ООН нести ответственность – но за что, от чьего имени и перед кем?



Наша глобальная экономика разрушена. Это – общепризнано. Но что именно разрушено и нуждается в восстановлении – вот тот вопрос, который вызывает серьезные разногласия.

По мнению Комиссии, во многом нашедшем отражение в Заявлении ООН, переживаемый нами кризис является в полном смысле системным и к тому же многосторонним. С этой точки зрения финансовый кризис, разразившийся в США осенью 2008 г., был последним и самым сильным по своему воздействию в череде других происходивших одновременно с ним кризисов – продовольственных, водных и энергетических ресурсов и кризисом устойчивого развития. Здесь еще важно подчеркнуть, что они тесно переплетаются между собой и самым существенным образом связаны с насущной экономической задачей, реализуемой в глобальном масштабе и зачастую под давлением, на протяжении последних 35 лет.

Осуществление этой задачи основывалось на том, что рынок в силу логики своего развития сам решает почти все

социальные, экономические и политические проблемы. Хорошо известны причины, осложняющие проведение эффективной экономической политики, такие как экономические и внеэкономические факторы нестабильности рынков, необходимость нести ответственность за бремя расходов третьих лиц и заниматься более справедливым перераспределением несправедливо присвоенных социальных благ, необходимость государственного вмешательства для обеспечения условий и ценностей достойной жизни – все это рассматривалось скорее как побочные, а не основополагающие вопросы управления экономикой.

По мнению Комиссии, настоящий кризис вскрыл существенные недостатки различных аспектов управления современной экономикой – от теории и философии, институтов, политики и практики до, правда, менее явно, – этики и ответственности. В докладе настойчиво подчеркивается, что переживаемые нами многоотраслевые кризисы не являются результатом провала или сбоев в системе. Скорее сама система – организация и принципы ее функционирования, недостатки, органически присущие ее институциональным механизмам, – является *причиной* многих из этих сбоев.

Ныне стало своего рода клише в выступлениях ссылаться на современную глобальную экономику как на «экономику» в подлинном смысле этого слова и, подспудно, представлять ее как природное явление, к законам которого следует относиться столь же уважительно, как и к законам физики. Но настоящий доклад убедительно доказывает, что наша глобальная экономика – всего лишь одна из разновидностей многих возможных экономик. И в противоположность физическим законам у нас есть политический выбор, позволяющий определять, когда, где и до какой степени следует допускать действие так называемых законов экономического поведения.

Экономика представляет собой окружающую среду, созданную человеком, или, скорее, рукотворную часть нашей

более широкой окружающей среды, связующее звено между миром природы и миром, созданным людьми. В совокупности рукотворная среда и естественная поддерживают – или разрушают – условия существования человека. Сегодня очень важно, как признают и Заявление ООН, и данный Доклад, рассматривать экономические и экологические проблемы в тесной взаимосвязи и согласиться с тем, что наша глобальная экономическая система должна быть адаптирована к требованиям современного этапа развития, когда риски, накопившиеся за века пренебрежения к ним, достигли высшей степени опасности и цена их устранения (и адаптации экономики) должна быть оплачена нынешним и последующими поколениями. Доклад Комиссии особо подчеркивает следующее: «Существование всей совокупности бесчисленных нерешенных глобальных проблем, включая вызов глобального потепления и рост обнищания, в мире с избыточным потенциалом и массовой безработицей – абсолютно неприемлемо».

Как признавали все величайшие экономические мыслители, в число которых, несомненно, входят Фома Аквинский, Адам Смит, Маркс и Кейнс, *homo oeconomicus*, жаждущий новых приобретений, эмоционально глухой и социально разобщенный, является продуктом академической экономической науки, доведенным до абсурда (*reductio ad absurdum*). Они не просто предполагали, что этические соображения человека должны влиять на их экономические решения и создаваемые ими институты; они настаивали на этом, что в настоящее время совсем немодно, но тем не менее гораздо более необходимо, чем когда-либо прежде. Трудно, читая настоящий Доклад, не прийти к выводу, что члены Комиссии разделяют эту точку зрения.



Одним из самых разочаровывающих аспектов реакции в мире на текущий кризис явилось почти полное отсутствие

политической ответственности. В то время как ошибки и сбои были весьма многочисленны и обширны, деятельность по их устранению была сравнительно незначительной.

Вероятно, частично это можно объяснить влиянием укorenившихся взглядов на современную глобальную экономику как на естественное явление, подверженное в силу этого природным катаклизмам. Но в сложившихся обстоятельствах эта концепция превратилась всего лишь в пустую риторику, хитроумную политическую стратегию – одну из многих – по отвлечению внимания и контроля за деятельностью инициаторов проводившейся политики и создателей институтов, столь бесславно провалившихся.

Альтернативное, дополнительное, объяснение сводится к тому, что наша система глобального управления экономикой имеет серьезный дефект. Согласно демократическим принципам, те, кто более всего подвержен воздействию проводимой политики, должны участвовать в ее разработке, а те, кто несет ответственность за многочисленные провалы и причиненный ущерб, должны за это быть призваны к ответу. Наша теперешняя система управления глобальной экономикой не отвечает этим фундаментальным требованиям демократического управления.

Идея о том, что мировое сообщество как единое целое должно быть вовлечено в поиск причин и необходимых мер по преодолению текущего кризиса, показалась странной некоторым государствам – в основном, что неудивительно, тем немногим, которые занимают наиболее привилегированные позиции в современной институциональной структуре управления мировой экономикой, – и чрезвычайно необходимой почти всем остальным.

Мысль о проведении с этой целью форума ООН, кажется, еще более поляризовала мировое сообщество. В процессе подготовки к июньской Конференции большинство ученых северных стран хранили многозначительное молчание, за исключением появившегося в печати большого числа статей и

публикаций, ссылавшихся на анонимных чиновников и дипломатов, которые называли саму идею проведения подобной акции ООН «шуткой» и «фарсом». Часто выражалось мнение о том, что ООН не обладает для этого достаточной компетенцией. Особенно четко это проявилось в объяснении представителем США итогов голосования по принятию Заявления: «Мы убеждены в том, что ООН не обладает достаточным опытом или полномочиями для того, чтобы служить трибуной или обеспечить руководство серьезной дискуссией по ряду вопросов, затронутых в данном документе, в частности таких, как касающихся резервных систем, международных финансовых институтов и архитектуры международных финансов».

Мнение о том, что ООН не обладает достаточной компетенцией для того, чтобы заниматься вопросами системного реформирования, было сильно поколеблено во время межправительственных консультаций, предварявших июньскую Конференцию. Когда основной докладчик от G-7 и Китая С. Лумумба Ди-Апинг предложил заменить термин «Объединенные Нации» на термин «государства-члены» для перечисления тех, кто будет участвовать в данном процессе, эта маленькая поправка прояснила и разрешила спорный вопрос. Никто не отважился возразить, что государства-члены Организации Объединенных Наций не обладают достаточной компетенцией для обсуждения и выработки рекомендации в отношении основных институтов нашей общей глобальной экономики и совместного существования.

Генеральная Ассамблея (ГА) ООН как единственный законно созданный и включающий в себя представителей всех государств межправительственный орган, обладающий бесспорным мандатом по экономическим вопросам, играет особую, уникальную роль в проведении глобальных дискуссий. Частично это объясняется тем, что ГА представляет собой единственный форум, где все государства свободны в высказывании своего мнения, участвуя в дискуссиях на основе

суверенного равенства. А потому это еще и единственный форум, где голоса тех, кто в наименьшей степени представлен в органах глобального управления экономикой, выслушиваются и принимаются во внимание не из вежливости, а по праву. Только здесь голос «Глобального Юга» звучит по-настоящему весомо и ясно, и потому здесь чаще принимают во внимание соображения равенства и справедливости.

В вопросах глобального управления экономикой голос Генеральной Ассамблеи уникален еще в одном отношении. Благодаря статусу ООН как авторитетного органа, под эгидой которого были созданы основополагающие институты современного мироустройства, и роли Генеральной Ассамблеи, в частности, по оценке Картера, как ее конститутивного органа обсуждения и принятия решений ГА ООН является самым важным и необходимым, если не абсолютно исключительным, форумом для обсуждения реформы глобальной системы международных отношений.



Почти весь прошлый год я повторял «мантру» мирового социального форума: «Лучший мир возможен». Меня также вдохновляли жизнь и учение Махатмы Ганди, который однажды заметил: «Вначале на вас не обращают внимания, затем выставляют вас на посмешище, потом борются с вами, а потом вы оказываетесь в победителях». Согласно философии Ганди, борьба за социальные и политические перемены не сводится к борьбе между добром и злом – это борьба за Правду, в которой каждый из нас должен нести персональную ответственность в духе любви и солидарности, даже по отношению к тем, кто выступает против нас и, быть может, готов уничтожить нас.

И Доклад Комиссии экспертов, и июньское Заявление приглашают и даже побуждают нас продолжать борьбу за правду в рамках и с помощью ООН. Надо согласиться с тем,

что несовершенства этой организации – это отражение нашего несовершенства; и ответственность за их устранение лежит исключительно на нас.

Я хочу воспользоваться этой возможностью для того, чтобы выразить мою глубочайшую благодарность профессору Стиглицу и всем членам Комиссии, чьи имена приведены выше, а также Докладчику Яну Крегелю и моим личным представителям г-ну Франсуа Утару и г-ну Али Букрами – всем, кто отнесся к своей работе с исключительным прилежанием и ответственностью. Неоценимы также административная деятельность г-жи Джилл Блэкфорд и ее советы и умелое редактирование г-на Аржуна Джаядева и г-на Франка Шрёдера.

Добровольная помощь лиц, связанных с Департаментом ООН по экономическим и социальным вопросам, в частности д-ра Мануэля Монтеса и д-ра Ричарда Козула-Райта, внесла важный вклад в деятельность моего аппарата на раннем этапе разработки этого проекта, а также на критических стадиях его выполнения.

Я также хотел бы поблагодарить своих штатных сотрудников, старших советников д-ра Пола Оквиста, д-ра Майкла Т. Кларка, Посла Байрона Блейка, Посла Нирупама Сена, Посла Алпо Рузи; группу поддержки Комиссии во главе с Заместителем Управляющего делами Эдуардо Мангасом, г-на Луиса Насентиса де Сильва, г-на Рашида Уали, г-жу Клаудию Валенцуэла и г-жу Эсперанцу Эскорсиа; кроме того, несомненно, всех наших коллег из аппарата Председателя Генеральной Ассамблеи, включая Посла и Управляющего делами Нормана Миранду и его заместителя Посла Софию Кларк, каждый из которых горячо брался за дело, как только мы нуждались в помощи по реализации проекта, который буквально охватывал весь земной шар.

Рядом правительств и институтов была оказана финансовая и иная материальная помощь, без которой работа Комиссии была бы невозможной. В частности, я хочу выразить

благодарность правительствам Алжира, Германии, Китая и Нидерландов, без чьей своевременной финансовой и политической поддержки было бы невозможно выполнить весьма насыщенный график работы Комиссии. Международный парламентский союз (МПС) гостеприимно распахнул свои двери для проведения в Женеве в марте второго заседания Комиссии в полном составе. Я хочу особо поблагодарить Генерального секретаря МПС г-на Андерса Б. Джонсона и г-жу Салли-Энн Сейдер, которые сделали все для того, чтобы заседание Комиссии было продуктивным.

Личное участие Министра по сотрудничеству в интересах (экономического) развития Нидерландов, г-на Берта Кёндерса в качестве принимающей стороны и Специального эmissара Председателя Генеральной Ассамблеи в Европе было столь активным и эффективным, что он заслуживает того, чтобы считаться почетным членом Комиссии. Г-н Гербен Плантинг и г-жа Занна Хелдерман, сотрудники МИД Нидерландов, также оказывали необходимую помощь в критические моменты.

В целом все помогли нам спуститься с заоблачных высот абстрактной возможности на твердую почву ее реализации на деле. Они также являли собою пример бескорыстного служения долгу и надежды. Я молюсь, чтобы их вдохновляющий пример нашел своих последователей.

Мигель д'Эското Брокмани,

Председатель 63-й сессии Генеральной Ассамблеи ООН

ДОКЛАД СТИГЛИЦА



Глава 1

ВВЕДЕНИЕ

Кризис: его происхождение, влияние и необходимость глобальной ответной реакции

Текущий финансовый кризис, начавшийся в США, перекинулся затем на Европу и теперь стал глобальным. Быстрое распространение финансового кризиса из небольшого числа развитых стран на всю мировую экономику служит наглядным свидетельством того, что международная торговля и финансовая система нуждаются в коренном реформировании с тем, чтобы отвечать изменившимся потребностям и условиям начала XXI века. Кризис обнажил фундаментальные проблемы не только национальных систем регулирования финансов, конкуренции и корпоративного управления, но и международных институтов и организаций, созданных с целью обеспечения финансовой и экономической стабильности. Эти институты продемонстрировали свою неспособность предотвратить кризис и не смогли быстро выработать и реализовать адекватные меры по его преодолению. Более того, некоторые меры, рекомендованные этими институтами, несомненно, облегчили распространение кризиса по всему миру.

Кризис распространялся от центра и достиг периферии. По развивающимся странам, особенно их бедным слоям населения, кризис нанес самый сильный удар, хотя они не имели отношения к его возникновению. Даже государства с переходной экономикой и наименее развитые страны, хорошо управлявшие своим народным хозяйством, страдают от безработицы и сокращения производства. Более того, страны, имевшие наилучшие показатели в недавнем прошлом и на-

чавшие наиболее успешно интегрироваться в глобальную экономику, пострадали сильнее всего.

Предыдущие экономические кризисы оказывали непропорционально сильное отрицательное влияние на уровень жизни самых бедных. Наименее защищенные экономически слои населения будут страдать от последствий этого кризиса еще долгое время после его окончания. Малолетние дети, обреченные на постоянное недоедание, будут страдать всю жизнь. Дети, прекратившие посещать школу, вряд ли смогут туда вернуться и реализовать свой потенциал. Перспективы будущего экономического роста и занятости могут свестись к минимуму в случае вынужденных банкротств мелких фирм. Государства при проведении своей экономической политики должны особо учитывать эти отдаленные, но неизбежные последствия.

Важно признать, что то, что началось как кризис в финансовой сфере, переросло в экономический кризис. Но теперь это не только экономический кризис, но и кризис социальный. Согласно данным Международной организации труда (МОТ), около 200 миллионов трудящихся, большей частью в развивающихся странах, пополняют беднейшие слои населения, если не будут приняты срочные меры по смягчению последствий кризиса. Даже в ряде наиболее развитых стран миллионы семей сталкиваются с угрозой потери жилища, работы и доступа к медицинскому обслуживанию. Среди старшего поколения растет ощущение экономической незащищенности и тревога за будущее по мере того, как тают их сбережения из-за обвала ценных бумаг. По оценке МОТ, рост безработицы в 2009 г. оценивается в 30 миллионов человек по сравнению с 2007 г. и достигнет численности в 60 миллионов, если экономические условия будут ухудшаться и дальше.

В то время как кризис начался на финансовых рынках промышленно развитых стран, а затем распространился на сектора реальной экономики, во многих развивающихся странах первоначальное воздействие кризиса ощутила на себе

реальная экономика, а теперь он распространяется и на финансовую систему (и через нее). Развивающиеся страны чувствуют негативное воздействие из-за сокращения спроса и падения цен на их экспортные товары. Причем это сопровождается оттоком финансовых средств и сокращением денежных поступлений. Если гибкость бюджетных механизмов развитых государств позволяет стимулировать национальную экономику, оказывать поддержку испытывающим трудности финансовым институтам, предоставлять кредиты и укреплять социальную защищенность, в большинстве развивающихся стран действуют более жесткие бюджетные ограничения, а переориентация ресурсов на борьбу с последствиями кризиса неизбежно отвлечет их от целей развития. Финансирование мер по расширению сферы действия социальной защиты также осуществляется в ущерб будущему экономическому росту.

И хотя очень важно осуществить структурные перемены с целью адаптации международной системы к предотвращению кризисов в будущем, следует помнить, что этого нельзя достичь без принятия серьезных и срочных мер по преодолению текущего кризиса. Насколько возможно, эти меры должны способствовать необходимому, давно назревшим долгосрочным структурным переменам или хотя бы идти в ногу с ними.

В то же время международное сообщество не может сосредоточиваться исключительно на сиюминутных мерах по стимулированию экономики, если только оно действительно стремится к ее эффективному и устойчивому оздоровлению. Настоящий кризис в известной мере является кризисом доверия, а доверие не может быть восстановлено, если не будет положено начало более фундаментальным реформам, например, посредством совершенствования механизма регулирования финансовой системы.

Любое решение проблемы – будь то краткосрочные меры по стабилизации текущего положения или долгосрочные, направленные на то, чтобы теперешняя ситуация не повторя-

лась как можно дольше, — должно быть глобальным и учитывать влияние кризиса на каждую конкретную страну и все слои общества. В частности, в современной, становящейся все более единой экономике существует тесная взаимосвязь между благосостоянием развитых и развивающихся государств. Без по-настоящему адекватной реакции, признающей важности участия всех государств в процессе реформирования, нельзя восстановить стабильность глобальной экономики, а также добиться ее роста и снижения нищеты во всех странах мира.

Краткосрочные меры по стабилизации текущей ситуации должны обеспечить защиту самых бедных и менее развитых стран, многие из которых расположены в Африке южнее Сахары. Как уже отмечалось, бедные страны, особенно мало обеспеченные слои населения этих стран, будут нести тяжелое бремя послекризисной адаптации. Долгосрочные меры должны быть рассчитаны не только на то, чтобы сделать повторение ситуации, подобной теперешней, менее вероятной, но и обеспечить стабильное финансирование развивающихся стран для поддержания их политики, направленной на противодействие кризису.

Любая адекватная глобальная реакция требует участия всего международного сообщества. С этой целью Председатель Генассамблеи создал данную Комиссию экспертов для определения мер, необходимых для ответа на настоящий кризис, и разработки рекомендаций по долгосрочным реформам, обращая особое внимание на нужды развивающихся государств. Признавая деятельность G-7/8, G-20 и других, Комиссия рассматривает свою деятельность как дополнительную, стремясь сосредоточить свое внимание на причинах возникновения кризиса, а также его последствиях и реагировании на него, особенно в отношении ликвидации нищеты и дальнейшего экономического развития.

Целью реформирования современной системы международных отношений должно стать более совершенное функционирование экономической системы для поддержания

всеобщего блага. Это подразумевает одновременное выполнение долгосрочных целей, таких как устойчивый и сбалансированный рост, создание новых рабочих мест согласно принципам «достойного труда», ответственное использование национальных природных ресурсов, снижение выделения парниковых газов, а также решение повседневных проблем, порожденных продовольственным и финансовым кризисами и глобальной бедностью. В то время как внимание мировой общественности сосредоточено на требованиях текущего момента, долгосрочные обязательства по достижению согласованных на международном уровне целей развития, включая Цели тысячелетия и защиту окружающей среды от угрозы климатических изменений, должны оставаться первоочередным приоритетом. И действительно, как срочные меры, предпринимаемые в ответ на кризис, так и долгосрочные глобальные реформы должны обеспечить возможность ускорения прогресса в отношении выполнения этих задач. И хотя мир в конечном итоге оправится от глобального экономического кризиса, решение других проблем, включая проблемы внедрения новых видов энергии для борьбы с глобальным потеплением, ликвидации бедности в мировом масштабе и грозящей нехватки воды и продовольствия, потребует дополнительных усилий. Существование всей совокупности бесчисленных нерешенных глобальных проблем, включая ответ на всеобщее потепление и распространение бедности в мире, обладающем избыточными материальными ресурсами в условиях массовой безработицы, просто неприемлемо.

Более 10 лет назад во время азиатского финансового кризиса много говорили о необходимости проведения скорейшей реформы глобальной финансовой архитектуры, если мир стремится избежать повторения подобного кризиса. Но мало, как ныне стало очевидным, – слишком мало – было сделано. Настоятельно необходимо быстро и адекватно ответить на текущий кризис, но, кроме того, еще и начать долгосрочную реформу, которая необходима для создания более

стабильной, процветающей и сбалансированной мировой экономики. А целью должно стать устранение в будущем возможности подобных глобальных кризисов.

И развитым, и развивающимся странам необходимо понять, что глобализация должна отвечать потребностям всего населения всех государств мира. Вопреки обещаниям, что она приведет к стабилизации мировых финансовых рынков и уменьшит диспропорции национального экономического развития, этого так и не произошло. Скорее, глобализация способствовала распространению кризиса от одной страны к другой. Сбой экономики одного государства ведет теперь к глобальной рецессии или депрессии. И если ничего не предпринимать – причем очень быстро, – население развивающихся стран пострадает сильнее всего.

Настоящий Доклад представляет собой аналитическую основу для понимания того, что пошло не так и какие меры нужны для исправления ситуации. В нем представлены и общие перспективные задачи будущей политики, и конкретные рекомендации. В данной вводной главе дан обзор некоторых ключевых вопросов, основ и перспектив современной политики. Как уже было отмечено, текущий кризис – это кризис и экономики, и финансов. Он имеет и макроэкономический, и микроэкономический аспекты. Он начался как сбой в финансовом секторе, но проблемы в этом секторе частично возникли в результате существовавших макроэкономических проблем, таких как увеличивающийся разрыв в уровнях развития в мире и растущее неравенство в доходах как внутри государств, так и между государствами. Тот факт, что современные глобальные институты очень мало сделали для предотвращения кризиса, а затем медлили с адекватным ответом на него, предполагает, что за этим стоят значительные институциональные проблемы, решением которых необходимо заняться мировому сообществу. Частые кризисы, сопровождавшие процесс глобализации, вкупе с тем, что проблемы в одном государстве быстро распространяются за его

пределы и создают проблемы в других, говорят о необходимости реформирования международной финансовой системы, чтобы ответить на потребности все более взаимозависимой мировой экономики. Тот факт, что самое сильное негативное влияние этих кризисов почувствовали на себе наименее развитые и развивающиеся страны, явно свидетельствует об отсутствии адекватной способности мирового рынка и вне-рыночных механизмов управлять финансовыми рисками.

Текущий экономический кризис должен привести к переоценке организационных основ глобальной экономики и общепризнанных экономических доктрин. За последние годы в глобальной экономике произошли большие изменения, а именно в источниках мировых сбережений, резервах иностранных валют и ВВП, но это не нашло своего полного отражения в наших глобальных экономических институтах и организационных основах мировой экономики. При попытках решить проблемы кризиса в краткосрочной перспективе важно использовать возможность для проведения более глубоких реформ, позволяющих войти в XXI век с более справедливой и сбалансированной финансовой системой – такой, которая смогла бы положить начало эре большего благосостояния всех стран.

Институциональная реакция на кризис

Для борьбы с кризисом были предприняты беспрецедентные усилия. Стимулирующие меры, проводившиеся многими государствами во всем мире, смягчат последствия кризиса. Тем не менее, следует признать, что не может быть возвращения к прежнему статус-кво. Если мир стремится выйти из кризиса и добиться длительного и сбалансированного роста, важно, чтобы правительства провели реформы, которые будут воздействовать на факторы, лежащие в основе теперешнего экономического кризиса. Неспособность действовать быстро для

преодоления глобального экономического спада и решения более фундаментальных проблем, послуживших его причиной, только углубят его и сделают более продолжительным, осложняя и удорожая процесс его преодоления.

Большинство этих долгосрочных реформ – не роскошь, которой можно заняться на досуге, после преодоления кризиса; они важны для процесса самого его преодоления. Более того, есть риск того, что, если не начать работу над этими реформами сейчас же, момент реформирования будет упущен с окончанием кризиса. Здесь задействованы влиятельные политические силы и те, кто выиграл от существующего устройства мировой экономики и недавних перемен. Они будут оказывать сопротивление фундаментальным реформам. Но потакание их интересам приведет лишь к повторению кризиса. Таков один из уроков азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг., когда сравнительно быстрое восстановление финансовой системы оставило ее без изменений и способствовало появлению причин для возникновения теперешнего кризиса.

Настоятельная необходимость адекватного ответа на текущий кризис подчеркивалась и на встречах глав правительств G-20 (Группы 20) в ноябре 2008 г. в Вашингтоне и в апреле 2009 г. в Лондоне. В результате этих встреч правительства договорились выделить значительные бюджетные средства на проведение существенных реформ управления и предоставление большей помощи развивающимся странам. Эти инициативы были весьма важны, но еще важнее было признание глобального характера текущего кризиса, означавшее невозможность его преодоления небольшой группой промышленно развитых государств и необходимость бороться с ним совместными усилиями более широкого круга стран. Тем не менее и предложенные действия, и процедуры принятия решений, и их исполнение не были идеальны.

Прежде и важнее всего, решения, касающиеся необходимых реформ в глобальных институциональных организациях, должны приниматься не «самоназначенной» группой стран

(G-7, G-8, G-10, G-20 или G-24), а всеми государствами мира, работающими в полном согласии между собой. Совместный глобальный ответ потребует участия всего международного сообщества; в группу должны входить представители всех государств планеты – G-192 (то есть представители всех членов ООН. – *Ред.*).

В то время как предложения, исходящие от менее многочисленных групп, несомненно, будут играть важную роль в разработке глобального консенсуса по ключевым и сложным вопросам, процесс принятия решений должен быть оставлен международным институтам, обладающим бесспорной политической легитимностью и адекватным представительством как стран со средним доходом, так и наименее развитых стран. Единственным институтом, обладающим такой бесспорной легитимностью, на сегодняшний день является Организация Объединенных Наций.

Более широкое представительство и демократическая легитимность не означают необходимости присутствия представителей всех государств на всех обсуждениях и дискуссиях. Рабочие комитеты, члены которых избираются демократическим путем и с равным представительством, могут быть ограничены по численности, достаточной для гарантии эффективного принятия решений и вместе с тем обеспечивающей учет широкого диапазона высказанных мнений. Тот факт, что все существующие демократические государства смогли найти удовлетворительные решения этих проблем, позволяет предположить, что они не являются неразрешимыми.

Политическая реакция на кризис

Адекватный ответ на кризис требует определения факторов, лежащих в его основе, и причин его быстрого распространения по всему миру. Были допущены политические ошибки как на микро-, так и на макроэкономическом уровнях. Не ограничен-

ная никаким сдерживанием монетарная политика, неадекватное управление и слабый контроль, взаимодействуя между собой, породили финансовую нестабильность. «Реформы» последних трех десятилетий привели государства к еще большей нестабильности и снизили влияние «автоматических» стабилизаторов. В некоторых странах была ослаблена социальная защита населения, в результате чего негативные последствия глубоких кризисов, таких как кризис, который переживает наш мир теперь, особенно тяжело сказываются на самых бедных. Но любой анализ причин возникновения настоящего кризиса должен идти дальше, докапываясь до того, почему и для чего проводилась подобная политика.

На мировом уровне некоторые институты продолжают рекомендовать такую политику, как дерегулирование финансового сектора и либерализация рынка капиталов, – политику, которая признается теперь пагубной, поскольку внесла свой вклад в возникновение и быстрое распространение теперешнего кризиса. Неадекватный ответ на кризис 1997–1998 гг. привел к изменению политики многих развивающихся стран, заставив их поддерживать все возрастающий уровень резервов, что, в свою очередь, способствовало углублению дисбалансов в мировой экономике, и их беспорядочное нарастание стало, как опасались многие, дополнительным источником финансовой нестабильности.

Монетарная политика США была сосредоточена на том, чтобы избежать потенциального негативного влияния кризиса на совокупный спрос в сфере недвижимости в конце 1980-х гг. и обвала ценных бумаг компаний по информационным технологиям в начале нынешнего тысячелетия. Поэтому она фактически означала поддержку мирового совокупного спроса, способствуя тем самым возникновению глобальных дисбалансов, усугублявшихся растущим неравенством доходов в большинстве стран.

Во многих странах центром монетарной политики было, скорее, поддержание стабильных цен, чем внимание к дру-

гим факторам долгосрочного роста и стабильности, поскольку считалось, что низкая инфляция является необходимым и (почти) достаточным условием экономического процветания. Теперь, судя по всему, ясно, что власти, ответственные за кредитно-денежную политику, не могут не признать, каковы последствия их решений, касающихся стабильности цен, а также устойчивости финансовых институтов.

Частично причиной неадекватного финансового регулирования была неправильная оценка потенциала рыночного механизма – непонимание того, что его возможности ограничены и превалируют, по выражению экономистов, «сбои рынка». В то время как подобные сбои случаются на многих рынках, на финансовых рынках они имеют особое значение и могут привести к непропорционально негативным последствиям по мере того, как перекидываются на сектор «реальной» экономики.

Текущий кризис отражает проблемы, выходящие за рамки кредитно-денежной политики и регулирования финансового сектора; он обнажил более существенные изъяны в понимании функционирования современных рынков. До сих пор было широко распространено убеждение, что свободный рынок обладает механизмами саморегуляции и эффективен сам по себе.

Это значит, что необходимо пересмотреть современную политику, поощряемую международными институтами – такими как Международный валютный фонд, Всемирный банк, региональные банки развития и Всемирная торговая организация, – а также многими международными соглашениями, заключенными на основе подобных воззрений.

Глобальный кризис требует глобального ответа

Современный кризис можно рассматривать как проявление действия внешних факторов в реальном и финансовом секторах экономики. На первый взгляд, провал рынков в финансо-

вом секторе оказал негативное влияние на реальное производство и занятость. Но если подходить более широко, в глобально интегрированном мире последствия действий в одной стране сказываются на других странах. Слишком часто эти внешние факторы не принимаются во внимание при принятии решений во внутренней национальной политике. Развитые страны, в частности, должны осознавать последствия этих факторов, а развивающиеся нуждаются в структурах, помогающих им защититься от управленческих и макроэкономических ошибок в ведущих развитых государствах. Ирония заключается в том, что основные усилия по координации международной экономической политики были сконцентрированы на том, чтобы навязать ограничения государствам, роль которых в мировой экономической системе незначительна, и почти ничего не предпринималось в отношении государств, чья политика имеет существенные последствия для системы в целом.

Кроме того, важность внешних факторов часто не принимается во внимание при разработке национальной антикризисной политики. В настоящее время существует риск того, что страны не смогут принимать достаточно широкомасштабные меры, потому что определенные преимущества проводимой ими политики могут быть получены за пределами их стран (например, расходы по финансированию дефицита). В результате без сотрудничества в мировом масштабе государства могут потратить на цели стимулирования экономики менее оптимального минимума, поскольку будут стараться уравнивать преимущества стимулирования с расходами, налагающими дополнительное бремя на бюджет. Более того, они могут попытаться сделать пакет стимулирующих мер непропорционально односторонним, чтобы наибольшие выгоды были получены внутри страны. А в результате воздействие глобального стимула в масштабе мировой экономики будет недостаточным, — и пострадают все.

Введение дополнительных протекционистских мер для улучшения условий внутри страны за счет ее торговых парт-

неров также будет служить внешним негативным фактором, затрудняющим послекризисное восстановление экономики. Такая политика только углубила Великую депрессию. Затем многие страны попытались усилить эффект политики бюджетных расходов за счет девальвации валют или введения количественных и тарифных ограничений в торговле. Подобные меры оказались контрпродуктивными. В нынешних условиях подобные шаги в этом направлении, по крайней мере в таком масштабе и такие откровенные, как в годы Великой депрессии, представляются маловероятными. Тем не менее, уже сейчас наблюдаются, правда, более скрытные, формы схожих протекционистских мер. Вызывает тревогу, что, несмотря на решение G-20 в ноябре 2008 г. не прибегать к таким мерам, к марту 2009 г. почти все государства нарушили данное обещание. Это касается прежде всего протекционистских мер, направленных против развивающихся стран.

Давно признано, что субсидии могут наносить такой же ущерб системе свободной торговли, как тарифы. Они могут оказаться даже более пагубными с точки зрения создания справедливых условий мировой торговли, поскольку богатые страны обладают большими ресурсами для их применения. Меры, направленные на смягчение последствий выделения субсидий, в развивающихся странах приводят к сокращению и без того скудных фондов развития. В условиях современного кризиса развитые страны предоставляли беспрецедентные субсидии, чаще всего в форме финансовой поддержки своим кредитно-финансовым учреждениям и торгово-промышленным предприятиям, масштабы и размеры которых были не под силу развивающимся странам. Это чревато также и не столь бросающимися в глаза отрицательными последствиями для развивающихся стран, поскольку фирмы в развитых государствах, зная, что им придут на помощь, если дела пойдут совсем уж плохо, имеют явное преимущество перед фирмами в более бедных странах. Такое положение подчеркивает отсутствие согласованности между существующими

мировыми макроэкономическими и финансовыми институтами, проводимыми политическими курсами и механизмами регулирования, с одной стороны, и регулируемыми торговлю — с другой. Можно спорить о том, существовали ли вообще когда-нибудь «справедливые правила игры», но то, что они не существуют на данный момент, не подлежит никакому сомнению.

Другие меры, предпринятые в ответ на кризис, носят явно протекционистский характер и только укрепили естественное желание банков уменьшить их кредиты развивающимся странам. Например, некоторые международные банки, которые получили поддержку от своих национальных правительств, могли почуствовать, что тем самым их поощряют к сокращению кредитования развивающихся стран, чтобы увеличить кредитование внутри своей страны. Или же банки, получившие большие суммы государственных денег, могли сократить свои кредиты развивающимся странам и без явного поощрения со стороны своего правительства из-за опасения нежелательной политической реакции. Это создает новый аспект в механизмах защиты финансового рынка, углубляющий давнюю асимметрию в функционировании глобальных финансовых рынков.

Если не будут предприняты шаги по обузданию скрытых и явных мер протекционизма на финансовых рынках и в других секторах экономики, а развивающимся странам не будут обеспечены компенсационные платежи для устранения возможных перекосов, возникающих в результате оказания развитыми странами финансовой поддержки своим банкам, предоставления гарантий и асимметричной налоговой политики, есть риск столкнуться с еще большим неравенством на глобальном рынке, что, в свою очередь, лишь усугубит теперешний кризис.

Недостаток ресурсов является главным препятствием к реализации пакета эффективных мер по стимулированию экономики в развивающихся странах.

Поэтому настоящий доклад призывает к значительному увеличению ресурсов, доступных развивающимся странам, не только для проведения стимулирующих экономику мер, но и для преодоления негативных последствий текущего кризиса. Необходимо осуществить финансирование с целью поддержки их банковских систем, возможности предоставлять кредиты, включая торговые, и укрепления социальной защиты в этих странах, а сами развивающиеся страны должны расширить рамки своей политики с тем, чтобы стал возможным курс на преодоление циклических кризисов и проводилась такая политика, которая отвечала бы их задачам, потребностям и сложившейся ситуации.

Реформирование международных экономических институтов

Не подлежит сомнению, что условия, часто налагаемые международными финансовыми институтами на развивающиеся страны при оказании им помощи, были контрпродуктивны. Требование, чтобы они выполняли краткосрочные циклические меры, способствовало спаду, в то время как долгосрочные структурные меры делали экономику этих стран более уязвимой для рисков и ослабляли их социальную защищенность. Важно разработать реформы, которые предотвратят такую неконструктивную политику в будущем или хотя бы уменьшат возможность ее проведения.

Некоторые основные принципы

Есть еще ряд основных принципов, которыми международное сообщество должно руководствоваться в ответ на текущий кризис, – кроме того, чтобы действовать быстро, признав необходимость устранения новых форм влияния внешних факторов и отказа от финансового и других видов протекционизма.

Восстановление сбалансированности между рынком и управлением

Текущий кризис частично является результатом чрезмерного дерегулирования финансовых рынков. Восстановление здоровой глобальной экономики потребует возвращения государству соответствующей роли регулятора финансовых рынков. В дополнение к этому негативное влияние внешних факторов, связанных и с глобальным экономическим кризисом, и глобальным экологическим кризисом, может быть устранено посредством возвращения правительству присущей ему роли организатора коллективных действий как на национальном, так и на глобальном уровнях.

Большая прозрачность и подотчетность

Большая прозрачность необходима для того, чтобы адекватно ответить на вызов кризиса. В более широком плане, следует укреплять и соблюдать демократические принципы, включая принцип общего участия в принятии решений. К сожалению, в ответ на кризис многие правительства предприняли непрозрачные действия, сосредоточившись в основном на центральных банках и предоставляя лишь ограниченную отчетность вопреки демократическим принципам. Некоторые центральные банки, ограничив прямую отчетность, предприняли меры – без одобрения парламента или конгресса – по поддержанию финансовых институтов, которые подвергли налогоплательщиков огромным рискам.

Согласованность краткосрочных мер с долгосрочной перспективой

При проведении политических мер весьма важно, чтобы правительства не обостряли кризис, предпринимая действия которые могут отрицательно сказаться на других странах или в результате которых произойдут структурные перемены

влекущие за собой увеличение нестабильности или сокращение роста. Например, в некоторых странах в результате ответной реакции на кризис, возникший из-за чрезмерных рисков, которые взяли на себя финансовые институты, слишком крупные для того, чтобы окончательно обанкротиться, произошла консолидация банков, которая только увеличивает опасности подобных рисков в будущем.

Оценка последствий распределения

Любая экономическая политика, включая политику преодоления кризиса, влечет за собой огромные последствия по распределению (доходов и расходов) внутри государств и между ними, и политики должны быть внимательны по отношению к ним. Как уже отмечалось, предыдущие экономические и финансовые кризисы особенно тяжело сказывались на бедных, но стратегия борьбы с этим иногда приводила к росту неравенства в доходах и благосостоянии. Особую роль в этом сыграла финансовая помощь банкам по их спасению и реструктуризации их долгов. Например, беспрецедентное снижение процентных ставок, может быть, и было правильным макроэкономическим ответом на кризис, но в результате привело к резкому уменьшению доходов пенсионеров, которые предпочитали не рисковать и не вкладывать деньги в ценные бумаги, приносящие больший доход, хотя и сопряженные с определенным риском, а, проявляя осторожность, размещали свои средства в краткосрочных и среднесрочных государственных бумагах. Во время азиатского кризиса, наоборот, высокие процентные ставки были условием предоставления международной помощи. И как следствие – многие малые предприятия, неспособные вынести долговое бремя, обанкротились.

Уменьшение глобальных дисбалансов и асимметрии

В глобальной экономике существует большое неравенство, а в ее организации – заметная асимметрия. Поэтому важно,

чтобы меры, предпринимаемые в ответ на кризис, служили сокращению, а не увеличению этого неравенства и асимметрии. Например, во времена кризисов развитые страны проводят антициклическую политику, в то время как развивающиеся страны поощряют цикличность экономического развития. Как уже отмечалось, это является результатом как ограниченного доступа к ресурсам, необходимым для антициклических мер, так и ограничением «свободы действий», проистекающей из условий, налагаемых на страны, которые обращаются за помощью в международные организации. Но даже если бы все страны проводили одинаковую политику, эта политика имела бы разные последствия: гарантии, предоставляемые финансовым институтам в развитых странах, не могут сравниться с гарантиями в развивающихся государствах. Эта асимметрия, особенно в отсутствие механизмов перевода и смягчения рисков, дорого обходится развивающимся странам, увеличивая нестабильность их экономики и уменьшая рост.

Распределение и случайные риски

Любая экономическая политика подразумевает риски и определенную непредсказуемость результатов. Но при разных политических курсах основной удар этих рисков могут почувствовать на себе разные группы населения. Активная стимулирующая политика может, в частности, увеличивать риск инфляции от чрезмерного стимулирования, и тогда пострадают те, кто вложился в долгосрочные инвестиции с фиксированным номинальным доходом (например, держатели облигаций). Слабое стимулирование может привести к длительной безработице, и тогда пострададут рабочие.

Необратимость (отдаленные последствия)

Политика должна быть особенно гибкой в отношении проблем непрямолинейного действия и отдаленных последствий.

Некоторые политические ошибки исправляются легко, другие – нет. Может быть, легче сократить спрос в экономике, которой угрожает риск перегрева, чем реанимировать умирающую экономику. Точно так же может быть легче побороть зарождающуюся инфляцию, чем укротить гиперинфляцию. Ликвидационная политика, приводящая к банкротству компании, не может вернуть их назад к жизни. Экономика может выдержать небольшую встряску, но более сильные потрясения могут иметь непропорционально тяжелые последствия. Эти простые истины управления рисками необходимо иметь в виду при разработке антикризисной политики.

Интеллектуальное разнообразие

В то время как за последнюю четверть века поддержка глобализации и перемен в экономической политике (например, по дерегулированию) стимулировалась в основном интересами определенных социальных групп, она вдохновлялась экономическими доктринами, теоретические постулаты и эмпирические основы которых были в лучшем случае сомнительны. Современная экономическая теория поставила под вопрос многие идеи, лежащие в основе рыночного фундаментализма, включая ту, что нерегулируемые рынки ведут к эффективным результатам, или ту, согласно которой рынки являются саморегулирующимися и стабильными. Современный экономический кризис поставил и ряд других вопросов, касающихся этих доктрин, и подчеркнул необходимость альтернативных теорий и идей. Любой подход к решению вопросов преодоления текущего кризиса и предотвращения в будущем его повторения должен зиждиться на здоровых основах, в том смысле, что выводы и рецепты будущей политики не могут полагаться на экономические доктрины, которые вызывают лишь ограниченное доверие. Некоторые международные институты поддерживают конкуренцию и

плюрализм идей, поощряя создание своего рода рынка идей, в то время как другие пытаются навязать узколобую приверженность определенной идеологии, что, как показал текущий кризис, оказалось абсолютно непродуктивным. Активная поддержка плюрализма идей может внести свой вклад и в глобальную стабильность, и в укрепление демократии.

Кризис также показал, что стандартные политические лозунги - а именно, что государства должны проводить здоровую макроэкономическую политику, иметь дееспособную власть, эффективно функционирующие институты, соблюдать принцип прозрачности - мало чем могут помочь. Оказалось, что в государствах, которые преподносили свою практическую политику в качестве наилучшего образца, макроэкономическая политика имела глубокие изъяны, а институты были далеки от принципов прозрачности.

Последствия для развивающихся стран

Особенно тяжелый ущерб от кризиса понесут развивающиеся страны в силу следующих четырех причин.

Во-первых, граждане этих стран располагают меньшими ресурсами, чтобы справиться с кризисом подобного масштаба.

Во-вторых, они уже страдают от отсутствия автоматических стабилизаторов в силу неразвитости их налоговых систем и систем социальной защиты.

В-третьих, ограниченная возможность заимствования на международных финансовых рынках может накладывать ограничения на их способность проводить антициклическую налоговую и кредитно-денежную политику. Многие страны вынуждены, к примеру, проводить проциклическую налоговую политику, потому что поступления от сбора налогов сокращаются при экономическом спаде, и они не могут найти адекватное финансирование для текущих государственных расходов, не говоря уже об их увеличении. Во время этого

кризиса особенно, многие государства и компании столкнутся с ограничением возможностей для получения кредитов и их более высокой стоимостью, поскольку приток капитала в развивающиеся страны будет значительно ниже, а плата за риски существенно возрастет. Для того, чтобы удержать иностранных инвесторов, страны могут не устоять перед соблазном повысить процентные ставки, что негативно скажется на реальном секторе экономики. Но, как и при азиатском кризисе и при глобальных финансовых кризисах, такой рост процентных ставок может не принести желаемого стабилизирующего эффекта, а, наоборот, приведет к снижению экономического роста и, по мере замедления темпов развития экономики, подорвет доверие и вызовет отток капиталов. Возможно, что рассчитанная в соответствии с риском процентная ставка может даже понизиться, в то время как номинальная ставка увеличивается.

В-четвертых, эти постоянно существовавшие угрозы возросли с интеграцией финансовых рынков. Государства, которые полностью открыли свои балансы движения капиталов и включились в либерализацию финансовых рынков, положившись на частное финансирование с международных рынков капитала, теперь находятся среди наиболее пострадавших. Многие страны стали полагаться на иностранные банки, в том числе государств с плохо управляемой экономикой и неадекватной макроэкономической политикой, финансовому капиталу которых теперь был нанесен существенный ущерб. И теперь эти банки репатрируют свои капиталы, что отрицательно сказывается на развивающихся странах. Трудности усугубляются тем, что многие развивающиеся страны взяли на себя определенные обязательства, присоединившись к соглашениям о свободной торговле, двусторонним инвестиционным соглашениям и Всемирной торговой организации (ВТО), которые сделали «священную корову» из политики рыночного фундаментализма, о чем говорилось выше, а это еще больше ограничило их способность регули-

ровать финансовые институты и механизмы, управлять потоком капиталов и защищать себя от последствий протекционизма на финансовых рынках.

В прошлом международные финансовые институты представляли те развивающиеся страны, которые получили доступ к финансированию МВФ, проводить политику ограничений в периоды замедления роста или даже рецессии. Такая «проциклическая» политика неконструктивна, так как одна из целей предоставления помощи развивающимся странам заключается в том, чтобы стимулировать их способности к стабилизации собственной экономики. Но во время текущего глобального экономического кризиса страдают не только развивающиеся страны, вынужденные проводить подобную политику, страдает вся глобальная экономика. Ответ мирового сообщества на кризис требует, чтобы все государства проводили экспансионистскую политику широким фронтом, *включая развивающиеся страны*. Целью оказания помощи МВФ должно стать предоставление возможности развивающимся странам участвовать в этой глобальной акции. Даже без этих искусственно наложенных ограничений естественные рыночные механизмы сдерживания, о которых речь шла выше, могут помешать развивающимся странам, даже тем, которые получают помощь извне, проводить антициклическую политику настолько активно, насколько это потребуется.

Наследие навязывавшейся ранее проциклической политики может само по себе негативно влиять на развивающиеся страны и сегодня, если только не будет явных и убедительных сигналов о значительных переменах в проводимой политике. Эти страны могли бы дополнительно подстраховаться на случай повышенных рисков в условиях настоящего кризиса, так как участникам рынка известно о вероятности более глубокого и длительного спада при проведении «проциклической политики», чем если бы у них была возможность проводить более выраженную антициклическую политику. К сожалению, мы получаем неоднозначные сигна-

лы: текущий кризис показал со всей очевидностью, что ограничения по проведению антициклической политики стали сегодня непреложным условием реализации программ МВФ в некоторых странах.

В более широком смысле зависимость развивающихся стран от финансирования МВФ сузила сферу действия антициклической политики. Опасения, связанные с возможностью навязывания подобных ограничений в будущем, послужили толчком для создания некоторыми развивающимися странами дополнительных золотовалютных резервов и тем самым способствовали увеличению глобальных дисбалансов. Если эта политика не будет изменена, возрастут стимулы к созданию подобных резервов в будущем, что помешает мировой экономике быстро преодолеть глобальный экономический кризис.

Если международное сообщество срочно не предпримет соответствующие меры, то фактически, в результате ответа развитых стран на кризис, развивающимся странам может, скорее, быть причинен вред, чем оказана помощь. В краткой и среднесрочной перспективе необходимо, чтобы развивающиеся страны предприняли разнообразные антикризисные меры, включая меры по социальной защите населения, развитию инфраструктуры и гарантии по предоставлению кредитов. Кроме того, развитые государства должны предоставить развивающимся странам соответствующую помощь и обеспечить условия ее реализации. Такие меры будут способствовать также и справедливой глобальной конкуренции.

Основное внимание в данном докладе уделено кратко- и долгосрочным мерам по реформированию международной финансовой системы, что поддержит развивающиеся страны и поможет реализовать их стремление к развитию. Как отмечалось выше, развивающиеся страны понесут больший ущерб в результате кризиса, но они не располагают ресурсами, необходимыми для ликвидации его негативных последствий. Поэтому, чтобы избежать углубления кризиса в раз-

вивающихся странах и странах с переходной экономикой, необходимо предпринимать срочные меры, включая восстановление и расширение мер по социальной защите и ограничению сферы действия проциклической составляющей экономической политики. Промедление будет означать, что вероятная цена решения кризисных проблем будет выше, а продолжительность и глубина спада существеннее. А это, в свою очередь, будет чревато потерей работы для многих невинных жертв, банкротством малых и даже крупных компаний, угрозой усиления неконтролируемых рисков для государственных финансов. Последствия нынешних провалов могут ощущаться на протяжении последующих десятилетий.

Следующие четыре главы настоящего Доклада посвящены анализу текущего финансового кризиса и рекомендациям выхода из него. В главе 2 говорится о макроэкономических проблемах и причинах, лежащих в основе кризиса, и необходимых мерах по борьбе с ним. В главе 3 речь пойдет о причинах нестабильности финансовой системы в частности и влиянии этого на всю экономическую систему в целом, а также о мерах, которые следует предпринять для обеспечения финансовой стабильности на уровне отдельных финансовых институтов и на уровне системы в целом. В главе 4 авторы Доклада дают свою оценку адекватности существующих финансовых институтов экономическим реалиям сегодняшнего дня, излагают идеи по их реформированию и о возможном создании новых институтов, способных придать большую стабильность системе и лучше удовлетворять интересы развивающихся государств. И, наконец, в главе 5 обсуждаются проблемы инноваций в сфере международных финансов, а также меры, которые могли бы быть реализованы в рамках так называемой «международной финансовой архитектуры» с тем, чтобы удовлетворить потребности тесно взаимосвязанного и взаимозависимого мира XXI века.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

В то время как теперешний экономический кризис является глобальным по своим причинам и последствиям, ответные меры по борьбе с ним разрабатывались и осуществлялись на национальном уровне. Мало внимания было уделено внешним факторам воздействия и последствиям, возникшим в результате таких несоординированных действий. Задача, поставленная на повестку дня кризисом, заключается в создании платформы и плана действий скоординированного глобального ответа, учитывающего различные, но ограниченные возможности отдельных государств, особенно самых уязвимых – развивающихся стран.

Для того чтобы действия, предпринимаемые правительствами разных государств в ответ на кризис, были успешными, необходима координация, так как эффект от конкретной политики того или иного государства будет зависеть от действий других стран. Важно, чтобы национальные правительства признали тот факт, что их действия по защите своих граждан от кризиса станут более эффективными, если будут скоординированы в международном масштабе.

Отсутствие координации может привести к росту глобальных дисбалансов, увеличению колебаний валютных курсов и волатильности цен активов. В результате осложнится восстановление устойчивого роста в будущем. Протекционистские меры, принимаемые в ответ на кризис, также замедляют сроки восстановления глобальной экономики.

Политика национальных правительств, проводимая в ответ на кризис, также может иметь не планируемые и непредвиденные протекционистские последствия. Например, такие

меры, как государственные гарантии и оказание финансовой поддержки кризисным предприятиям, включая банки и другие кредитные учреждения, не обязательно преследуют цель, направленную на защиту собственной торговли, но, тем не менее, могут создавать преимущества только для национальных компаний. Поэтому важно разработать такие меры по защите резидентов, domiciliрованных на территории данного государства, которые не будут способствовать усилению протекционизма в торговых отношениях. Кроме того, необходимо найти способы расширения мер по социальной защите населения, также не прибегая к политике протекционизма. Одним из важных уроков Великой депрессии является то, что определенные формы протекционизма способны сыграть крайне отрицательную роль. В сложившихся условиях его последствия могут оказаться еще более пагубными из-за возросшей глобальной интеграции торговли и производства.

Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой наиболее подвержены этим негативным влияниям. Глобально «сбалансированный» ответ на кризис потребует и координации национальных программ по восстановлению экономики и, поскольку многие развивающиеся страны не обладают необходимыми ресурсами, значительного увеличения предоставляемой им помощи.

Целью национальной и международной политики должно быть быстрое восстановление экономики и защита наиболее уязвимых слоев населения, которые страдают больше всего. Этот процесс должен происходить таким образом, чтобы способствовать сбалансированному, демократическому, устойчивому росту, улучшению окружающей среды и повышению уровня и качества жизни, равно как и стимулировать необходимую перестройку национальной экономики и всей системы мировой экономики в целом.

Источники кризиса

Среди причин теперешнего финансового кризиса лежат многочисленные ошибки и провалы. В главе 3 дается анализ регулярных сбоев в финансовых системах развитых государств и в управлении рисками. Но ошибки на макроэкономическом уровне были частью других ошибок. Важно понять эти взаимосвязи, с тем чтобы разработать такую политику, которая позволит глобальной экономике выйти из текущего кризиса с более устойчивым ростом и сделает менее вероятным повторение кризиса.

Первоначальный ипотечный кризис, который привел к более широкому кризису на кредитных рынках, был частично вызван «чрезмерным» притоком ликвидных средств на глобальный рынок капиталов и неспособностью центральных банков США и некоторых других промышленно развитых стран проводить действия по ограничению ликвидности и спекулятивного роста цен на недвижимость и другие активы. Хотя слабое финансовое регулирование могло внести свой вклад в ту конкретную *форму*, которую принял современный кризис, огромный размер этой чрезмерной ликвидности и другие связанные с этим факторы сделали последующие трудности более вероятными.

Хотя первые проблемы возникли в финансовом секторе, их причины лежали гораздо глубже и не могли быть устранены его *простым* «техническим ремонтом». Например, колоссальную роль здесь сыграли рост неравенства доходов, который мы обсудим ниже, и неадекватность политики в области конкуренции и корпоративного управления, о чем пойдет речь в главе 3.

Акцент на ошибках государственной политики не означает, однако, что можно оставить без внимания глубинные сбои самого рыночного механизма. Финансовые рынки неправильно управляли рисками и размещением капиталов. Если бы рынок делал то, что необходимо, предложение ка-

питала по низкой цене привело бы к значительному росту производительности, а не к еще большему обеднению американских граждан с низкими доходами.

Сходство между теперешним кризисом и некоторыми другими финансовыми и экономическими кризисами, включая Великую депрессию, позволяет предположить, что экономическая политика не полностью учла уроки прежних кризисов. Частично причина этого кроется в экономических теориях, которые вошли в моду в определенных кругах в последние три десятилетия.

Теперь, когда международное сообщество готовится быстро ответить на кризис, было бы ошибкой забыть этот более широкий контекст. Поэтому в настоящей главе главное внимание уделяется макроэкономике — как лежащим в основе кризиса макроэкономическим проблемам, так и необходимым ответным макроэкономическим мерам, которые будут способствовать быстрому оживлению экономики и сделают повторение кризиса менее вероятным.

Роль экономических теорий

Частичное объяснение настоящего кризиса можно найти в основах современной экономики. Еще одно — в экономических теориях, которые служили обоснованием финансовой и экономической политики, приведшей к кризису. Более подробное влияние этих экономических доктрин на политику регулирования и управления будут обсуждаться в главе 3. Эти же самые экономические теории — вера в рационализм участников экономических отношений; в то, что правительства менее знакомы с непогрешимыми экономическими принципами и менее мотивированы ими и поэтому их вмешательство, скорее всего, нарушит функционирование рыночных механизмов; в то, что рынок сам по себе эффективен и стабилен и к тому же обладает значительной способностью самостоятельно устранять нарушения экономического равно-

весия, – также оказали свое влияние на проводившуюся макроэкономическую политику.

Одним из важнейших уроков Великой депрессии было то, что рынок, увы, не является самокорректирующимся механизмом и что для восстановления экономики и обеспечения полной занятости необходимо вмешательство государства на макроэкономическом уровне. После Великой депрессии многие государства стали проводить политику, обеспечивавшую автоматическую стабилизацию совокупного спроса и принимали по своему усмотрению различные меры для уменьшения экономической нестабильности. Но по мере того, как Великая депрессия и вызванная ею паника и кризисы стали предаваться забвению, возвращалась вера в саморегулирующийся характер рынка.

Мир настолько быстро оправился после азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг. и глобального кризиса ликвидности в августе 1998 г., что это породило иллюзию о саморегулирующей силе рынка. Хотя восстановление после этих кризисов произошло благодаря государственной политике, оно приписывалось рыночным механизмам. В более общем плане можно сказать, что была забыта историческая роль государственного вмешательства в процесс восстановления экономики и стабильности.

Перемены в глобальной экономике

Степень международной экономической взаимозависимости, видимо, также способствовала усилению чувствительности глобальной системы экономики к внешним отрицательным воздействиям, негативно влияющим на глобальный совокупный спрос.

В некоторых странах ослабление мер по социальной защите населения и ограничение сферы применения прогрессивного подоходного налога ослабило действие автоматических стабилизаторов. В других – к аналогичному результату

привели структурные изменения на рынке. Слишком часто в национальной политике и даже в теоретических дискуссиях глобализация использовалась как предлог для показной конкуренции в сокращении расходов на социальные нужды, что, в свою очередь, ускоряло глобальное движение по нисходящей.

Ограничения в ЕС, наложенные условиями Пакта стабильности и роста, и озабоченность других стран ростом бюджетного дефицита и национального долга могут осложнить проведение государством антициклических мер, предназначенных для того, чтобы эффективно отреагировать на экономические потрясения, включая и глубочайший кризис, который переживает мир сегодня.

Расширение масштабов кредитования, связанное с новой практикой управления рисками, дерегулированием и соответствующей кредитно-денежной политикой, позволило потреблению расти более быстрыми темпами по сравнению с ростом доходов. Однако эта поддержка совокупного спроса в свете растущего неравенства в доходах и благосостоянии осуществлялась за счет того, что семейные долги достигли беспрецедентного уровня. Более того, политика многих развивающихся стран, направленная на сокращение внешних ограничений, привела ко все возрастающим дисбалансам в глобальном масштабе, поскольку в некоторых из этих стран такая политика и полученное в ее результате активное сальдо торгового баланса являлись своего рода защитой от международной финансовой нестабильности.

Усиление неравенства как источник кризиса

Хотя экономическая глобализация способствовала быстрому росту ВВП, реальный рост общественного благосостояния был меньше из-за значительного, но зачастую игнорировавшегося ущерба окружающей среде. Глобализация также привела к возросшей неустойчивости доходов и росту их не-

равенства. Это было связано с возросшим неравенством в доходах не только внутри развивающихся странах, но и между самими развивающимися странами, а также между развивающимися и развитыми странами. В сочетании с изменениями на финансовых рынках такое увеличение неравенства доходов имело важные последствия для развития кризиса и для борьбы с ним.

Теперь считается общепризнанным, что в большинстве передовых промышленно развитых государств средняя заработная плата стагнировала в течение последней четверти прошлого века, в то время как неравенство в доходах увеличивалось в пользу самых крупных получателей доходов. Фактически денежные средства переводились от тех, кто потратил бы их на удовлетворение базовых потребностей, к тем, кто и так имел их значительно больше, чем мог с легкостью потратить, ослабляя таким образом совокупный эффективный спрос.

Многие факторы способствовали этому росту неравенства. Среди них были и асимметричная глобализация, стимулировавшая движение капиталов в большей степени, чем рабочей силы, и ослабление профсоюзов, и недостатки в корпоративном управлении, и отказ от социальных договоренностей, в результате чего еще больше увеличился разрыв в выплатах «топ-менеджерам» и «всем остальным сотрудникам.» Наконец, считалось, что возросшие выплаты вознаграждений после уплаты налогов и предоставление других экономических стимулов, например немонетарных льгот, увеличит размеры сбережений, предложение на рынке труда, приток инвестиций и приведет, таким образом, к росту экономики. Кроме того, проблема неравенства усугубилась еще и уменьшением шкалы прогрессивности подоходного налогообложения в некоторых странах. В большинстве государств-членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) самая высокая ставка налога была сокращена в среднем более чем на 10%.

Отрицательное воздействие, вызванное отсутствием роста реальных доходов и возросшим неравенством в их распределении, на совокупный спрос во многом нивелировалось финансовыми инновациями в управлении рисками и либеральной кредитно-денежной политикой, что расширяло возможности семей финансировать свое потребление посредством кредитов; это особенно относится к США и некоторым другим развитым странам, например Великобритании. С другой стороны, поиск наиболее выгодных объектов для инвестирования своих возросших доходов самыми богатыми привел к созданию «мыльных пузырей». Но задолженность по кредитам семейных хозяйств не была стабильно рациональной. Вернее, она воспринималась таковой, поскольку поддерживалась искусственно раздутой стоимостью активов, создававшей иллюзию более быстрого роста благосостояния семей по сравнению с увеличением их задолженности. Поддержание «мыльного пузыря» зависело, таким образом, от экспансионистской монетаристской политики вкупе с инновациями в финансовом секторе, что привело к беспрецедентному росту стоимости активов, а это, в свою очередь, позволило семьям иметь поистине неограниченный доступ к получению кредитов.

Можно возразить, что рост государственного долга в странах ОЭСР частично вызван эволюцией в распределении доходов. В некоторых развитых государствах, таких как государства-члены ЕС, системы социальной защиты населения, которые частично компенсировали отсутствие роста доходов в условиях высокой безработицы, финансировались за счет увеличения дефицита госбюджета и роста государственного долга.

В государствах с более слабой системой социальной защиты (например, в США) возросшие долговые обязательства семейных хозяйств, видимо, замедлили снижение уровня жизни и потребления в условиях уменьшения реальных зарплат.

Снижение налогов в США в 2001 и 2003 гг. дало небольшой импульс росту экономики, но оказало негативное воздействие на бюджетный дефицит и государственный долг, сократив пространство для принятия фискальных мер по борьбе с растущей безработицей, которая ложилась все более тяжелым бременем на монетарную политику.

Война в Ираке и другие события, способствовавшие повышению цен на нефть, еще более усилили депрессивный эффект в отношении стран-импортеров энергоносителей, в том числе и США. Резкому росту цен на энергоносители сопутствовали спекуляции в финансовой сфере. Это изменение цен на нефть, сопровождавшееся государственной поддержкой производства биотоплива, способствовало росту цен на продукты питания. Таким образом, резкий скачок цен на энергоносители и прямо, и косвенно привел к дальнейшему сокращению покупательной способности населения многих стран. Поскольку значительная часть бюджетов семей с низким доходом тратится на топливо и продукты питания, это еще больше усилило имущественное неравенство. Более того, перераспределение доходов от тех, кто страдал от повышения цен, к тем, кто выигрывал в результате этого, ослабило глобальный совокупный спрос и способствовало глобальным дисбалансам, сыгравшим важную роль в возникновении кризиса.

И хотя негативное влияние неравенства доходов и роста цен на энергоносители, сырьевые товары и продукты питания на глобальный совокупный спрос было временно сглажено возросшими кредитами частных лиц и ростом государственных долгов, это не могло продолжаться долго. Но власти, отвечающие за макроэкономическую политику, включая центробанки, не смогли понять этого и предпринять адекватные действия.

Политика, призванная обеспечить устойчивое восстановление экономики в послекризисный период, должна решить проблему того, как покончить с растущим неравенством доходов и общественных благ. Следует ли пресечь тенденцию к сокращению прогрессивной шкалы налогов? Мобиль-

ность капиталов в отсутствие гармонизации налогов между государствами способствовала конкуренции в налоговой сфере, ослабляя способность правительств облагать налогом капиталы. Следует ли поощрять гармонизацию налогообложения бизнеса по всему миру? Существуют ли способы привлечь общественное мнение к проблемам неравенства, что, в свою очередь, может вылиться в совместные действия? Должны ли, к примеру, изменения в сфере имущественного неравенства в каждой стране стать фактом общественного достояния посредством ежегодных парламентских слушаний?

Одно должно быть ясно: использование налоговых льгот для привлечения иностранных инвесторов, ставшее весьма распространенным явлением с приходом эры глобализации производства, — не панацея, по крайней мере, в силу двух причин. Во-первых, оно непосредственно способствует росту неравенства через регрессивное перераспределение доходов; во-вторых, косвенно приводит к усилению неравенства, возникающему в результате уменьшения способности государства обеспечивать благосостояние всему населению.

Глобальные дисбалансы и дисбаланс в совокупном глобальном спросе

Частично причиной того, почему США смогли достаточно долго выдерживать растущий бюджетный дефицит, было решение многих стран Азии и Латинской Америки с их только лишь скадывающейся рыночной экономикой ответить на кризис 1990-х гг. проведением политики укрепления балансов внешней торговли. К тому же некоторые государства с переходной экономикой, специально избравшие стратегию роста на основе расширения экспорта, инвестировали полученные в результате этого резервы в иностранной валюте в официальные долларовые активы. А наряду с доходами стран-экспортеров нефти от резкого повышения цен на «черное золото» это создало противовес возрastaвшему бюджетному дефициту США.

Увеличение глобальных дисбалансов, которому, казалось, не было конца, стало внушать опасение, что они ведут к неустойчивости, а их беспорядочные колебания могут вызвать обвал финансовых рынков или кризис валютных курсов. Но те, кто ответственен за глобальную макроэкономическую политику, не предпринимали никаких соответствующих действий.

Было несколько причин того, почему многие страны с переходной экономикой предпочитали укреплять свои внешние счета – к октябрю 2008 г. их резервы иностранной валюты достигли 4,5 триллионов долларов. Во-первых, необходимо было защититься от нестабильности, порождаемой волатильностью внешних финансовых потоков. Странам, не обладающим достаточными резервами, пришлось заплатить высокую цену и в экономике, и в политике во время азиатского и глобального валютного кризисов в конце прошлого десятилетия. Потеря экономического суверенитета, связанная с навязыванием проциклической макроэкономической политики, как и других условий предоставления помощи Международным валютным фондом, также вызывала особую тревогу во многих странах. Кроме того, некоторые государства осуществили стабилизацию валютного курса в качестве составляющей части своей политики по усилению стабильности и укреплению баланса внешней торговли. Некоторые из них, стремясь предотвратить возможное падение валютного курса, создали значительные резервы, но это имело неоднозначные последствия для их дальнейшего экономического развития (как будет показано ниже в главе 5).

Более того, многие развивающиеся страны, особенно экспортеры сырьевых товаров, выиграли от повышения цен, которое произошло перед кризисом благодаря глобальному росту, сопровождавшему расширение масштабов кредитования. Спекулятивная активность в последнее время также могла способствовать росту цен на мировых рынках. Но эта благоприятная тенденция роста цен сопровождалась одновременно и возросшей волатильностью. Реакцией многих государств

на это стало увеличение стабилизационных резервов в периоды роста цен. Эти резервы послужили весьма полезной «подушкой безопасности», когда разразился кризис и цены упали.

Обвал американского ипотечного рынка и последовавшее падение цен на недвижимость привели к резкому росту личных сбережений и падению капиталовложений в США. То же самое произошло и в других государствах, имевших «мыльные пузыри» в сфере недвижимости. Эти проблемы в секторе недвижимости ускорили появление трудностей на финансовых рынках, которые более подробно будут обсуждаться в следующей главе. Проблемы неадекватного кредитования усугублялись превышением задолженностей над собственным капиталом и другим рискованным поведением, а также отсутствием прозрачности. В результате коллапс кредитного рынка, ослабив совокупное потребление, привел к резкому падению совокупного глобального спроса. Спад конечного потребительского спроса, равно как и возросшая стоимость кредита при сокращении его предложения, привели к корректировке запасов, что ускорило падение глобального ВВП. Но важно отметить, что корректировка запасов могла лишь усилить кризис, но никак не служила причиной его появления. Таким образом, спад не прекратится даже после завершения корректировки; за ней не последует автоматического восстановления экономики.

Действительно, если в ответ на кризис не будет проводиться скоординированная политика, направленная на поддержание глобального спроса, то проблема глобальных дисбалансов может еще больше усложниться. В условиях, когда государства стоят перед угрозой высокой неустойчивости доходов от экспорта и глобальных финансовых потоков, рациональным поведением для них является увеличение накопительных гарантийных фондов, чтобы защититься от возможных потрясений в будущем. В то же время, хотя для каждой страны в отдельности «подстраховка» на случай нового кризиса путем создания внешнего активного баланса

и резервов в иностранной валюте является вполне обоснованной, подобные шаги ведут к ослаблению совокупного глобального спроса. Отсутствие альтернативных средств защиты может не только затруднить длительное и устойчивое послекризисное восстановление экономики, но и привести в долгосрочной перспективе к еще большей нестабильности. Отсюда следует, что необходима реформа Глобальной Системы Резервной Валюты, обеспечивающая приемлемые методы уменьшения рисков. Предложения того, каким образом это можно осуществить, даются в главе 5.

Важно, чтобы мировое сообщество занялось не только проблемой уменьшения рисков, но и причинами лабильности финансовых рынков и механизмами распространения финансового кризиса из одной страны в другие. Как уже отмечалось, спекулятивные цены могли подорвать стабильность рынка сырьевых товаров. Реформирование глобальной финансовой системы, особенно либерализация финансового рынка и рынка капиталов, облегчило международное распространение кризиса и тем самым увеличило риск волатильности, привнесенный извне.

Нестабильность и встроенные дестабилизаторы

Другим важным предметом беспокойства является ограниченная способность экономической системы реагировать должным образом на несбалансированность рынка. Как уже отмечалось выше, экономические системы могли стать менее устойчивыми в результате ослабления государственных и частных автоматических стабилизационных механизмов, произошедшего из-за сокращения прогрессивной шкалы налогообложения, ослабления мер социальной защиты, большей гибкости в зарплатах и перехода от пенсионных схем с выплатой фиксированных пенсий, финансируемых работодателями, к схемам пенсионного обеспечения на основе взносов работодателей и работников на паритетных началах на

пенсионные счета работников. Новые банковские правила регулирования, включая учет в текущих ценах, могли фактически привести к созданию дестабилизирующих механизмов, уже встроенных в систему.

Таким образом, важной составной частью ответа на кризис должно стать укрепление автоматических стабилизационных механизмов и, в более широком плане, проведение политики, направленной не только на ослабление шоков, которые время от времени испытывает на себе экономика, но и на смягчение их негативных последствий. Укрепление автоматических стабилизаторов будет также способствовать длительному устойчивому росту, поскольку сократятся риски, связанные с нестабильностью доходов. В главе 3 пойдет речь еще об одной важной реформе: антициклической достаточности собственных капиталов банка для эффективного функционирования и о стандартах обеспечения.

Плавающий обменный валютный курс может подвергать развивающиеся страны риску крайней степени нестабильности, особенно в сочетании с проведением определенной кредитно-денежной политики. В странах, которые подняли свои процентные ставки в ответ на рост цен на энергию и продовольствие, произошло резкое повышение курса их национальных валют. Теперь же за этим последовало их резкое обесценение. Такие резкие колебания негативно сказываются на развивающихся странах.

Международный ответ: бюджетная политика

Необходимость и характер глобального скоординированного ответа

Текущий кризис отличается от финансового кризиса 1997–1998 гг. Тогда испытывавшие его на себе страны использовали экспортную политику – изменение валютного курса и дру-

гие подобные меры с тем, чтобы с помощью ориентированной на экспорт политики выйти из кризиса. В условиях глобального кризиса, затронувшего все страны, подобное решение проблемы невозможно. Поэтому настоятельно требуется, чтобы все государства предприняли активные скоординированные действия для стимулирования своей экономики.

Некоторые государства, особенно с небольшой открытой экономикой, будут испытывать определенный соблазн воздержаться от активных действий и получить выгоду от экономического роста в результате стимулирующих мер, осуществляемых в других странах. В то время, когда государства встанут перед выбором между выгодой от восстановления экономики и бременем увеличивающихся государственных расходов, финансируемых за счет внешних заимствований, будет существовать риск того, что их усилия будут неадекватными (с точки зрения глобальной перспективы) и в результате глобальный стимул также окажется недостаточным. Если все страны будут действовать подобным образом, глобальный спад станет более продолжительным. Кроме того, само восстановление экономики будет протекать болезненно из-за неравномерного распределения государственных долгов между странами. Следовательно, быстрое и устойчивое восстановление зависит от того, чтобы не было «бесплатных пассажиров».

Кроме того, государства будут изыскивать такие формы расходов, которые имеют самые большие внутренние мультипликаторы, то есть стараться делать небольшие по размеру инвестиции в один сектор экономики, доходы от которых будут благоприятно воздействовать на всю экономику. О чем идет речь, ясно из следующего факта: национальные мультипликаторы расходов обычно считаются равными 1,5 по причине утечки спроса за границу из-за увеличения импорта. Но с точки зрения глобальной перспективы не может быть подобных утечек (хотя мультипликаторы будут все равно ограничены сбережениями), так что мультипликаторы для скоординированного глобального роста на самом деле гораздо выше.

Суть заключается в том, что глобальный кризис диктует необходимость глобального стимула – создания своего рода глобального общественного блага. Желаемый уровень глобального стимулирования выше, чем тот уровень, который будет реализован каждым государством, заботящимся исключительно о себе. Более того, если каждая страна попытается максимизировать внутренний эффект своей политики стимулирования экономики (например, путем ограничения расходов на импорт), национальная и глобальная эффективность такой политики, измеряемая степенью ее влияния на экономический рост в расчете на каждый потраченный доллар, значительно понизится.

Подобным же образом многие государства будут испытывать соблазн максимизировать внутренний эффект от расходов на меры по экономическому стимулированию путем проведения протекционистской политики, препятствующей «бегству» спроса в импорт из других стран. Такая политика наиболее вероятна в тех случаях, когда одно государство будет считать, что другое желает «бесплатно прокатиться за его счет». И хотя проведение подобной политики может реализовываться с самыми благими намерениями, например, с целью усиления социальной защиты, при этом могут нарушаться принципы равенства в торговых отношениях. А если этому примеру последуют другие, все это даст контрпродуктивный эффект. Поэтому тревогу должен вызывать тот факт, что многие государства уже прибегли к таким протекционистским мерам. Но даже некоторые меры, которые не рассчитаны на протекционистский эффект, могут привести к нему, о чем будет сказано ниже. Подобные протекционистские меры, как преднамеренные, так и не преднамеренные, могут быть особенно пагубными для развивающихся стран.

Глобально скоординированная антикризисная бюджетная политика могла бы принести дополнительные выгоды, если бы существенная часть предусмотренных ею расходов направлялась на решение глобальных проблем.

Необходимость более сильной социальной защиты

Социальная защита является не только инструментом социальной справедливости, но и важным средством экономической стабилизации. Хорошо продуманные системы социальной защиты делают экономику более устойчивой к потрясениям, увеличивая диапазон автоматических стабилизирующих механизмов. Системы социальной защиты состоят из двух компонентов. Первый – страхование от рисков. Это позволяет выравнивать имеющийся доход, в то время как повышение уровня безопасности уже само по себе является ценным. Второй компонент – прогрессивное перераспределение доходов с целью избежать такого положения, когда граждане выбрасываются на обочину жизни и скатываются в нищету. Социальная мобильность («создать своим детям лучшие условия жизни, чем те, что были у меня») является одним из механизмов роста и процветания. Но социальная мобильность более вероятна в условиях, когда «счетчики обнулены», хотя бы частично, для каждого поколения. Одной из функций социальных систем является перераспределение ресурсов, что способствует уменьшению неравенства первоначальных условий старта для каждого нового поколения.

Помимо своей функции «страхования» от колебаний доходов и потребления, особенно для более бедных слоев населения, расходы на социальные нужды имеют более прямое воздействие. Увеличение предоставляемых общественных благ может высвободить накопительную часть дохода, которая формируется в предохранительных целях, и позволит расходовать ее, осуществляя инвестиции как в материальную инфраструктуру, так и в человеческие ресурсы. Другими словами, расходы на социальные нужды могут привлечь частные инвестиции и повысить текущие и будущие темпы роста экономики, снижая в то же время нестабильность ее развития.

Денежно-кредитная политика и реструктуризация финансовых рынков

В равной степени важно, чтобы государства координировали между собой и денежно-кредитную политику. При отсутствии координации могут возникнуть широкомасштабные дестабилизирующие скачки валютных курсов, которые дорого обойдутся всем. Но достижение необходимого уровня координации может оказаться делом довольно сложным, учитывая наличие разных обстоятельств и разных точек зрения на роль и задачи денежно-кредитной политики. Представляется, что в основных развитых странах обычные антикризисные меры денежно-кредитной политики уже себя исчерпали. Процентные ставки в США и некоторых других странах уже не могут быть значительно снижены. Это является одной из причин того, почему основное бремя антикризисной экономической политики теперь должна нести бюджетная политика.

Денежно-кредитная политика реализуется посредством увеличения доступной денежной массы и кредитования, а также облегчением условий предоставления кредитов. Доступность кредитов осуществляется в основном через банковскую и финансовую системы. Предоставление большего объема ликвидных средств финансовым институтам может, однако, не привести к большому количеству заимствований. Своего рода «ловушка ликвидности» может возникнуть в ситуации, подобной той, что сложилась в мире на данный момент. Банки, столкнувшись с резким обесценением своих активов и весьма вероятной возможностью дефолта по уже выданным рискованным кредитам, не склонны к расширению кредитования. Не исключены, конечно, и крайности – когда случаи чрезмерного риска чередуются с ситуациями чрезмерной предосторожности. В таких обстоятельствах государство должно взять на себя более активную роль «амортизатора» рисков кредитования. В главе 5 будут изложены некоторые варианты подобных действий.

Таким образом, возможно, что традиционная валютно-денежная политика сама по себе будет иметь лишь ограниченное влияние на оздоровление глобальной экономики; снижение процентных ставок не окажет достаточного воздействия на совокупный спрос, если в перспективе не будет просматриваться повышение уровня деловой активности и прибылей.

Денежно-кредитная политика традиционно сосредоточивалась на краткосрочных («ночных», до начала следующего дня) учетных ставках, по которым банки берут кредиты друг у друга или в («учетном окне») центральном банке. Разница между учетной ставкой и процентной ставкой, по которой могут брать кредиты юридические и физические лица, является эндогенной переменной величиной, которая может фактически увеличиваться при снижении учетной ставки. Подобная ситуация может иметь место по причине изменения инфляционных ожиданий или из-за других изменений в экономике, в результате которых увеличиваются возможные риски заимодателей. У властей, ответственных за денежно-кредитную политику, есть возможность влиять на процентные ставки по более долгосрочным государственным ценным бумагам и обязательствам частных компаний посредством открытия для них дисконтного окна в центральном банке или их прямой покупки на открытом рынке. Это, однако, потребует от центральных банков принятия на себя рисков помимо тех, которые они берут на себя в обычное спокойное время, выполняя функцию кредитора, к услугам которого прибегают в последний момент. Важно, чтобы центральные банки при взятии на себя подобных рисков тщательно просчитывали их будущую страховую стоимость и, по мере возможности, чтобы это становилось достоянием гласности.

Когда государственное вмешательство касается покупки обязательств конкретных частных компаний, это может быть равносильно непосредственному субсидированию финансовых издержек частного сектора. Если же подобное вмешатель-

ство будет ограничиваться лишь самыми крупными компаниями, то другие участники рынка, особенно мелкие и средние фирмы, могут оказаться в невыгодном положении.

В интересах прозрачности и публичной отчетности, поскольку цена подобных действий может сказаться на распределении ресурсов и на финансовом положении и доходах казначейства, желательно, чтобы эти решения получали одобрение парламента. Это не означает, что должна ограничиваться независимость центральных банков. Это просто признание того, что операции центральных банков, влияющие на состояние государственных финансов, должны подвергаться такому же контролю, как и операции казначейства.

В то же время следует признать, что традиционные меры предосторожности могут также значительно влиять на доступность кредитов и условия их получения. Существует кардинальное различие между мерами предосторожности, касающимися единственного банка, и теми, которые распространяются на всю банковскую систему в целом. Введение пруденциального регулирования, включающего увеличение требований по обеспечению кредитов в ответ на трудности финансового характера, приводило в прошлом к чрезмерному сокращению кредитования. Поскольку поддержание равновесия является чрезвычайно сложным делом, центральные банки должны проявлять особое внимание к макроэкономическим последствиям проведения пруденциальных надзорных мер. С другой стороны, проведение политики толерантности должно сопровождаться усилением контроля, чтобы исключить возможность злоупотреблений морально-го плана – таких, как неоправданно рискованные операции и мошенничество.

В экономике ряда стран применяются и традиционные, и нетрадиционные меры кредитно-денежной политики для того, чтобы предотвратить углубление финансового кризиса и его негативного воздействия на уровень занятости и доходы. Частично это служит ответом на тот факт, что рынок капи-

талов показал свою неэффективность, и подобная политика является прямой реакцией на эту неэффективность. И все же в результате действий центральных банков у многих наблюдателей возникло опасение, что в краткосрочной или среднесрочной перспективе темпы инфляции возрастут. Хотя выбор между прекращением спада и ростом инфляции будет по-разному решаться в разных странах, тем не менее, на современном этапе существует необходимость глобальной координации политики по стимулированию экономического роста. В будущем, когда острая фаза текущего кризиса пойдет на убыль, правительства и центробанки вынуждены будут принимать нелегкие решения об отмене ликвидности. Это, несомненно, будет зависеть от конкретной ситуации в каждой конкретной стране и потребует тщательного взвешивания преимуществ и недостатков соотношения рисков возвращения к рецессии, с одной стороны, против рисков, связанных с ростом инфляции, – с другой. Тем не менее, в сложившихся на данный момент условиях чаша весов скорее всего явно склоняется в пользу дефляции, чем инфляции.

Операции по спасению

Спасение финансовых и нефинансовых учреждений стало отличительной чертой макроэкономического ответа на текущий кризис. Это явление изменило прогнозы развития глобальных финансовых рынков. Эффективность спасательных операций по оказанию финансовой помощи влияет на темпы оздоровления экономики, уровень национального долга и способность страны выполнить больший диапазон стоящих перед ней задач. Одной из основных целей «спасения» должно быть облегчение структурной перестройки финансового сектора, способствующее укреплению экономической стабильности и росту экономики. Решения о спасении должны приниматься с учетом будущей финансовой структуры. Финансовая

система будущего должна избежать структурных пороков, выявленных недавним кризисом. Во многих странах финансовые системы разрослись до гигантских размеров. Они перестали быть средством достижения цели, а превратились в самоцель. Операции по спасению должны служить эффективным инструментом перестройки финансовой системы, усиливающим ее способность должным образом выполнять свои основные функции, включая и финансирование малого и среднего бизнеса.

Составителей данного доклада в первую очередь волнует влияние подобных действий на развивающиеся страны и последствия плохо продуманных действий по спасению, в результате которых денежные ресурсы не попадают в развивающиеся страны, ухудшая перспективы их дальнейшего роста. Для развивающихся стран в особенности новая глобальная финансовая система должна обеспечить лучшее управление рисками, чем это было ранее, а также предоставить в их распоряжение более стабильные источники финансирования, включая финансирование мелких и средних предприятий. В прошлом глобальная финансовая система порождала колебания экономической конъюнктуры во многих развивающихся странах, поощряя циклический характер их развития. Кроме того, не выделялись фонды для кредитования малого и среднего бизнеса, поэтому развивающиеся страны были вынуждены нести на себе большую часть рисков, связанных с колебаниями валютных курсов и процентных ставок.

При оценке политики, проводимой в ответ на настоящий кризис, необходимо разделять ее различное влияние на экономику. Основным моментом спасения любого предприятия является восстановление кредитных потоков в реальный сектор экономики и стимулирование ее оздоровления на макроэкономическом уровне. Тем не менее, спасение предприятий влечет за собой изменения в распределении и сказывается, правда, в зависимости от вида операции по спасению по-разному, на всех заинтересованных группах: владельцах акций,

держателях облигаций, на рабочих, фирмах и семьях, желающих получить кредит. Существуют опасения, что в некоторых странах чрезмерное внимание уделялось спасению банкиров, банковских акционеров и держателей облигаций вместо того, чтобы защищать налогоплательщиков, а также спасению финансовых институтов вместо заботы о восстановлении кредитных потоков.

Одним из результатов этого стало то, что операции по спасению предприятий обошлись дороже, чем предполагалось. Кроме того, их расценили как весьма несправедливые. И в-третьих, произошло массированное перераспределение средств от рядовых налогоплательщиков к тем, кого спасали. Банк, стоящий перед риском невыполнения своих долговых обязательств перед вкладчиками, может путем принуждения незастрахованных держателей этих долговых обязательств пересмотреть сроки и условия погашения долга, уменьшить его сумму и обменять его остаток на акции. В качестве альтернативного варианта – финансирование спасения банка может осуществляться за счет налогоплательщиков. Подобный способ субсидирования держателей облигаций, не имеющих четких гарантий, может усугубить проблему моральных рисков в будущем, поскольку подрывает мотивацию тех, кто, предоставляя кредиты, действует осмотрительно и добросовестно. Поскольку ресурсы ограничены, а национальный долг вырастет в результате спасения предприятий за счет налогоплательщиков, то останется меньше средств на программы стимулирования, социальную защиту и на государственные инвестиции. Если финансовая помощь неэффективным предприятиям и кредитным учреждениям воспринимается общественностью как несправедливая, то это может помешать дальнейшему восстановлению финансовой системы или другим действиям, направленным на борьбу с кризисом. Тот факт, что эта помощь во многих случаях не смогла ускорить возвращения к нормальному кредитованию, вызывает особую тревогу, поскольку, если так будет происходить

и дальше, шансы на прочное восстановление экономики значительно снизятся.

И, наконец, если спасение бизнес и финансовых структур воспринимается как несправедливое, это подрывает репутацию правительства, причем с далеко идущими последствиями. Деморализованная политическая элита, которая не верит, что государственные чиновники могут осуществить необходимые перемены на равных для всех условиях, может в будущем предпочесть таких деятелей, которые разделяют их пессимистические взгляды на способность государственного сектора играть конструктивную роль. А это, в свою очередь, уменьшит возможность общества выработать коллективный ответ на многие проблемы, которые не могут быть решены одним лишь частным сектором.

Правительства, исходя из того, что внимание должно быть сосредоточено на восстановлении кредитования, должны расширить свои стратегические программы, включив в них дополнительные опции, такие как создание нового банка или банков, оперирующих без привлечения необоснованно рискованных заимствований, — в отличие от прежних, потерпевших фиаско институтов, а также предоставление (частичных) гарантий новому кредитованию. Условия, на которых будет оказываться поддержка любому вновь созданному банковскому учреждению, должны исключать предоставление ему каких-либо конкурентных преимуществ по сравнению с уже существующими банками, не запрашивавшими дополнительного финансирования. Гораздо больше смысла в том, чтобы сосредоточить внимание и ресурсы на будущем росте, чем на прошлых ошибках.

При распределении активов и обязательств между государственным и частным секторами особое внимание должно обращаться на то, в какую цену это обойдется. Переплата частному сектору за какой-то один или несколько конкретных активов будет необоснованной платой одной компании за счет всех налогоплательщиков и неэффективным расходом государственных средств. Однако исключить подоб-

ное очень сложно, учитывая, что одной из характеристик текущего кризиса является неспособность рынка адекватно функционировать и устанавливать справедливые цены. В сложившихся обстоятельствах одной из основных задач государственной политики должна стать минимизация масштабов необоснованных переводов средств из государственного сектора в частный. Подобным образом, оказывая финансовую помощь банкам, важно соблюдать следующее условие – стоимость полученных в результате этого акций должна соответствовать предоставленному капиталу. В некоторых странах это условие не соблюдалось.

Существует твердое убеждение, что государство должно устанавливать правила для защиты налогоплательщиков и следить за тем, чтобы финансовые компании соблюдали эти правила, которые предполагают реорганизацию банковского института, если его капитал сокращается ниже определенного уровня. Если крупный банк нежелательно банкротить, это не значит, что его нельзя подвергнуть финансовой реорганизации. Финансовая реорганизация, цель которой переложить часть затрат с акционеров и держателей облигаций на налогоплательщиков, является не только неэффективным использованием государственных средств, но и ведет в будущем к проблемам морального плана, о которых уже говорилось выше. Государственные вливания в финансовый сектор приводят к нарушениям в распределении ресурсов. Тот факт, что спасение предприятий финансового сектора стало часто повторяющимся явлением, говорит об их неспособности адекватно оценивать свою кредитоспособность и о наличии системных проблем, которыми следует заниматься как с точки зрения непосредственного спасения предприятий, так и с точки зрения долгосрочной стратегии по предотвращению кризисов в будущем. Данные вопросы будут освещены более подробно в главе 3.

При спасении предприятий необходимо руководствоваться шестью принципами. А именно: а) восстановление доста-

точности капитала; б) минимальная нагрузка на госбюджет; в) установление адекватного соотношения между управлением и мотивацией; г) сокращение – и уж ни в коем случае не усугубление – существующих в финансовой системе проблем; д) эти принципы должны быть справедливы ко всем акционерам; е) они должны реанимировать кредитоспособность. При спасении некоторых предприятий бóльшая часть средств предоставлялась государством, хотя оно почти или вовсе не участвовало в их управлении или принятии решений. Неспособность сочетать собственность с контролем почти неизбежно ведет к появлению проблем, связанных с мотивацией и поощрениями, которые отчетливо проявились при недавних спасениях многих предприятий, где попытки рекапитализации были почти сведены на нет из-за того, что банки выплатили огромные суммы в качестве бонусов и дивидендов.

Более того, спасение некоторых финансовых компаний в самых богатых странах усугубило проблемы, связанные с институтами, которые «слишком значительны для банкротства». При спасении подобных крупных предприятий им были выделены большие средства, но они никак не были наказаны за свои ошибки в распределении и расходовании ресурсов. Более того, такая политика поощряет дальнейшее укрепление позиций подобных предприятий, увеличивая, таким образом, системные риски в будущем.

Как следствие формируется рыночная структура, которая подвержена моральной деградации и склонна к периодическим пароксизмам чрезмерно рискованного поведения. Сам факт уязвимости реальной экономики перед последствиями финансового кризиса должен настораживать любителей риска. Уверенность в способности обеспечить спасение предприятия была наиболее высока среди обладающих политическим влиянием топ-менеджеров крупных компаний с высоким уровнем заемных средств. Международному сообществу (через Группу 20, Совет по финансовой стабильности и Банк

международных расчетов среди прочих) следует уделять большее внимание долгосрочным последствиям деятельности таких компаний, если мы хотим, чтобы их политика отвечала интересам общества и мировой экономики, которая, в свою очередь, должна извлечь урок из настоящего кризиса. Чрезмерное потакание интересам крупнейших компаний в их стремлении получить особый режим регулирования всегда было и будет препятствием на пути к решению данной проблемы.

Разнообразные формы финансовой помощи банковской системе (включая прямые субсидии и гарантии) дорого обходятся, нарушают равновесие при распределении ресурсов, могут искажать мотивацию (моральные риски, о которых речь шла выше) и создают неравные правила игры при финансировании разных стран. Причем в особо неблагоприятное положение попадают те развивающиеся страны, которые не могут позволить себе оказывать подобную помощь. Это распространяется даже на те ситуации, когда подобная помощь рассматривается как необходимое условие стабилизации финансовой системы. Некоторые гарантии даже могут усложнить решение проблемы «плохих долгов», особенно в тех случаях, когда банковские системы позволяют себе не информировать рынок об ущербных активах. Правительства ряда государств предприняли менее прозрачные и менее эффективные методы оказания финансовой помощи, чтобы скрыть от своих налогоплательщиков цену подобных мер в долгосрочной перспективе. Потенциальные будущие расходы, связанные с предоставлением такой помощи, должны включаться в государственный бюджет в момент предоставления гарантий.

Но предоставление гарантий может еще и ухудшать кредитное качество национального долга государства, предоставляющего гарантии попавшим в тяжелое положение компаниям, балансовая стоимость которых составляет очень большую долю в объеме всей экономики страны. Целесо-

образность и эффективность предоставления гарантий в таких случаях также очень сомнительны.

Предоставление больших средств финансовым институтам, осуществляющим кредитование мелких и средних предприятий, можно расценивать как более эффективное с точки зрения оживления рынка кредитов по сравнению с вливанием средств в финансовые институты, которые больше занимаются операциями с ценными бумагами и биржевыми спекуляциями. Во всяком случае, любая стратегия перестройки финансовой системы должна сосредоточить свое внимание на тех функциях, которые она должна выполнять, и учесть те ошибки, которые постоянно совершались в последние десятилетия.

Роль центральных банков

Различные аспекты проведения денежной и кредитной политики непосредственно повлияли на возникновение кризиса. Давление дерегулирования, прослеживающееся на протяжении последних двадцати лет, и успешное преодоление недавних финансовых кризисов, приведших к большей готовности рисковать и одновременно меньше платить за это, сыграли ключевую роль в коллапсе финансовой системы. Шедшие наперекор этим тенденциям сталкивались с огромным давлением. Более подробно это будет обсуждаться в главе 3. В этом же разделе сосредоточимся на денежно-кредитной политике и некоторых аспектах управления центральными банками, которые могут влиять на эту политику. Определенные широко распространенные убеждения, касающиеся того, какую роль должны играть центральные банки и какую политику проводить, могли усугубить данные проблемы.

Весьма распространенным является мнение, что стабильность цен необходима и (почти) достаточна для экономического роста и финансовой стабильности. Однако успешная

стабилизация цен на товары часто сопровождалась инфляцией стоимости активов. Решение сосредоточить внимание на состоянии цен в реальном секторе экономики (например, цен на потребительские товары) привело в результате к тому, что центральные банки стали игнорировать более широкое влияние финансовых инноваций на управление рисками и ликвидностью на финансовых рынках. Таким образом, хотя стабильность цен была достигнута, центральные банки не смогли предотвратить – а может быть, даже способствовали ему – самого серьезного финансового кризиса со времен Великой депрессии. В частности, совершенно ясно, что для экономики цена финансовой неустойчивости оказалась значительно выше, чем та, которую заплатила бы экономика за небольшие отклонения в распределении ресурсов, вызванные относительно незначительными просчетами в ценовой политике из-за нескоординированных изменений цен при низкой или умеренной инфляции.

Возможно, в основе этих ошибок лежала чрезмерная вера в определенный набор стереотипов, которые искажали рациональное поведение и заставляли игнорировать ключевые аспекты экономики, такие как важность асимметричной информации, разнообразие действующих экономических сил и поведение банковских институтов. Они сосредоточили свое внимание на эффективности, порожденной диверсификацией рисков, связанных с секьюритизацией. При этом, однако, игнорировалась проблема асимметрии информации, которая явилась прямым следствием секьюритизации.

В период, предшествовавший кризису, инфляция распространилась с цен на финансовые активы на цены на нефть, продукты питания и другие товары; частично это произошло в результате того, что они также превратились в своего рода финансовые активы, став объектом инвестиций и биржевых спекуляций. И хотя для центральных банков стало невозможно и далее игнорировать влияние инфляции в сфере финансовых активов на рост товарных цен, четкого понима-

ния необходимости принятия соответствующих ответных мер так и не появилось. Особенно это относилось к тем центробанкам, которые видели свою задачу в борьбе с инфляцией на потребительские товары.

Страны, которые на законных основаниях осуществили интервенции на собственных валютных рынках и рынках капиталов, справлялись с кризисом легче, чем те, которые этого не сделали. Механизмы устранения рисков, особенно в развивающихся странах, и в государственном, и частном секторах не развиты, а возможности компаний и индивидуальных хозяйств ограничены из-за недостаточности средств, необходимых для борьбы с рисками такого масштаба, и неразвитости финансовых институтов, которые могли бы переносить эти риски с тех, кто менее способен бороться с ними, на тех, кто имеет больше возможностей для этого. Можно сказать, что те центральные банки, которые применяли наиболее гибкие стратегии по борьбе с инфляцией, также справлялись с кризисом лучше, чем те, которые проводили жесткую политику.

Одним из уроков этого опыта является то, что решения в области денежно-кредитной политики должны учитывать источники инфляции. Повышение учетных ставок с целью воспрепятствовать росту цен на товары в условиях открытой экономики или повышение устанавливаемых государством цен вряд ли может сильно повлиять на обуздание инфляции. В некоторых развивающихся странах источники инфляции могут составлять три четверти ВВП и даже больше. Поэтому попытки обуздать инфляцию путем поднятия учетных ставок дорого обходятся народному хозяйству и особенно секторам, не связанным с материальным производством, чувствительным к изменениям учетной ставки. Ожидаемой стабилизации цен при этом так и не происходит.

Недавний продовольственный кризис и энергокризис еще более обострили проблему выбора правильных приоритетов для денежно-кредитной политики, нацеленной на ста-

билизацию цен. Некоторые центральные банки сосредоточили свои усилия на «базовой инфляции» – таком подсчете инфляции цен на товары, который не учитывает волатильные секторы продовольствия и энергетики. Но в развивающихся странах при подобном расчете инфляции исключаются цены на те товары, которые сильнее всего влияют на покупательную способность населения и наиболее важны с точки зрения будущих инфляционных ожиданий.

В то же время власти, ответственные за денежно-кредитную политику, должны быть чувствительны к последствиям существования раздутых «пузырей» на рынке капиталов и другим факторам, которые могли бы сказаться на финансовой стабильности, а значит, – и на стабильности всей экономики и ее росте.

Еще одним уроком кризиса является необходимость расширения понятий национальной и глобальной макроэкономической стабильности. Ясно, что центральные банки должны дать оценку влияния своей политики на все аспекты стабильности, а не только на стабильность цен. В частности, должны приниматься во внимание стабильность реального сектора экономики и стабильность финансовой системы. У макроэкономической политики, конечно, более широкие задачи, включая рост экономики и занятости.

Но, поскольку на выполнение этих задач также влияет состояние реальной экономики, включая такие ее показатели, как доходы и занятость, необходима лучшая координация между бюджетной, денежно-кредитной и социальной политикой.

В то время как издержки высоких, все ускоряющихся темпов инфляции, препятствующих росту экономики, поразному распределяются среди разных слоев населения, нет никаких доказательств того, что средний, не имеющий тенденции к быстрому повышению уровень инфляции имеет те же последствия. Более того, как свидетельствует история, дефляция представляет собой точно такую же угрозу эконо-

мическому процветанию, как и инфляция. Незначительно повышающийся уровень цен может благоприятно сказываться на ускорении эффективных рыночных процессов в том, что касается перераспределения ресурсов, особенно в условиях проведения жесткой политики сдерживания роста зарплат и цен.

Риски и сбалансированность принимаемых мер

Денежно-кредитная политика имеет тенденцию делать упор исключительно на стабильность потребительских цен и услуг. Многие представители центральных банков утверждают, что стабильность стоимости активов либо не входит в сферу их ответственности, либо что они не обладают ни возможностью, ни механизмами ее контроля. Некоторые руководители центробанков заявляли, например, что не могли наверняка знать, присутствовал ли на рынке капиталов элемент биржевой спекуляции или там образовались «дутые пузыри», но, даже если бы они смогли выяснить это, в их распоряжении все равно был лишь один инструмент – процентная ставка, чтобы решать обе проблемы. Установление высокой процентной ставки для борьбы с инфляцией на рынке капитала приводит к абсолютно нежелательному сокращению производства в реальном секторе.

Хотя невозможно с полной уверенностью удостовериться в существовании спекуляционного «пузыря», существуют определенные индикаторы, указывающие на его наличие. Но в экономике ничто не бывает абсолютно определенным. Если бы политические решения ограничивались лишь теми действиями, которые приносят заведомо определенные результаты, ни одного решения не было бы принято вообще. Результат экономической политики всегда неопределенен, и составной частью научной разработки и искусства проведения соответствующей политики является оценка и взвешивание рисков.

Ясно, что многие центральные банки заблуждались из-за своей приверженности ошибочным экономическим теориям, согласно которым нерациональное использование ресурсов обладает способностью к автоматической самокорректировке, которая сводит к минимуму отрицательные последствия этого просчета для народного хозяйства в целом.

Разнообразие инструментов

Также важно отметить, что центральные банки реально располагают дополнительными инструментами проведения своей политики, такими как регулирование рентабельности наряду с установлением других регулирующих ограничений (речь о них пойдет в Главе 3), которые они могут использовать для пресечения спекулятивной активности на рынке капиталов. Кроме того, ни один экономический институт не должен пользоваться единственным инструментом и отвечать лишь за выполнение одной-единственной задачи. Подобное положение рассматривается как оптимальное только в чрезвычайно упрощенных моделях развития, где политика почти не играет никакой роли. В сложных экономических системах с высоким уровнем взаимозависимости часто присутствует необходимость взвешивания преимуществ и недостатков и синергии, требующие разнообразия инструментов для достижения многих и разных задач. Для этого необходима также высокая степень координации между различными институтами.

Изменение структуры финансового сектора

Значительные интервенции, произведенные центробанками на финансовых рынках, подняли еще ряд сложных проблем, и некоторые из них будут рассмотрены ниже. Одной из них являются последствия больших перемен, произошедших за последние десятилетия на финансовых рынках, такие как секьюритизация, активное использование «левериджа», то есть

изменения доли заемных средств, и снижение роли предоставления персональных банковских услуг в зависимости от пожеланий клиента. Некоторые неудачи финансовой системы можно приписать этим переменам. Другая проблема заключается в том, что государственное вмешательство повлечет за собой эволюцию структуры финансового сектора в будущем. Правительства и центробанки должны принимать решения, которые они считают наиболее эффективными, для того, чтобы можно было получать прибыль, генерируемую хорошо функционирующим финансовым сектором, и которые защитят реальную экономику от рисков, которым она подвергается в случае плохого функционирования финансового сектора.

Управление

Важная роль, которую центральные банки сыграли в деле прямого кредитования финансовых институтов, поднимает еще ряд вопросов относительно управления центральными банками, когда они выполняют задачи квазигосударственного финансирования. В подобной ситуации нужна ли независимость от политического вмешательства для того, чтобы обеспечить доверие к проводимой политике? Как уже отмечалось, во многих случаях интервенции центробанков носят характер бюджетного финансирования – скрытые субсидии и налогообложение, условные обязательства и т.п. В то время как в прошлом эти квазибюджетные операции носили ограниченный характер и их влияние на государственные финансы было более или менее упорядоченным, в условиях настоящего кризиса их масштаб и количество неизмеримо выросли. Проблема заключается в том, что, когда центральные банки вовлекаются в квазибюджетные операции, традиционные меры бюджетной политики, такие как дефицитное финансирование из госбюджета, начинают вводить в заблуждение показателями масштаба и влияния реальной финансо-

вой политики. Следовательно, подобная практика, связанная с использованием бюджетных средств, должна более тесно координироваться с проводимой правительством политикой.

Многообразие новых задач

Помимо текущих проблем, стоящих в настоящее время перед большинством государств, – стимулирования экономики и восстановления кредитных потоков, – существуют некоторые проблемы основополагающего характера, которые также требуют решения, в частности ликвидация внутрисостоятельных и глобальных неравенств и дисбалансов. Однако меры, предпринимаемые в настоящее время для борьбы с экономическим кризисом, могут эти неравенства и дисбалансы еще больше усилить.

Необходимость экономической реструктуризации

В добавление к проблемам глобальной экономики, о которых говорилось выше, перед многими странами стоит проблема реструктуризации их экономики. В результате быстрого роста производительности труда на производстве и одновременно развивавшегося процесса глобализации произошло явное улучшение в сфере конкуренции в развивающихся странах, что привело к быстрым переменам в сравнительных преимуществах развитых и развивающихся государств, а это, в свою очередь, не могло не привести к переменам в международном разделении труда. Такие корректировки всегда очень дорогостоящи и болезненны, особенно когда налицо высокий уровень безработицы, когда государство в таких условиях не оказывает необходимой помощи своим гражданам или последние видят, как большая часть их благосостояния, которая могла бы использоваться в качестве «подушки безопасности» от «шоковой терапии» подобных перемен, бесследно исчезает. Высокие процентные ставки и недоста-

точность кредитования – проблемы, стоящие перед многими развивающимися странами, мешают корректировке экономики и увеличивают трудности экономической реструктуризации. Конечно, очень важно избежать отрицательных последствий неэффективно функционирующих, плохо регулируемых финансовых рынков, последствий, которые могут привести к созданию излишних производственных мощностей в ущерб размещению достаточных капиталов для их высокопроизводительного использования. (Большая доступность капитала по низким процентным ставкам дает таким нефункциональным финансовым рынкам больше возможностей для неправильного размещения ресурсов.)

Необходимо также реструктурировать саму глобальную экономику для того, чтобы решить злободневные проблемы, стоящие на повестке дня в связи с глобальным потеплением. Расходы, связанные с глобальным потеплением, создают благоприятные стимулы для частного сектора как с точки зрения изменения структуры потребления индивидами, так и применения новых технологий фирмами. Реструктуризация основных фондов обеспечит большой инвестиционный спрос, что послужит стимулом для развития экономики. Не исключено, что государственная поддержка окажется необходимой для финансирования этих инвестиций в том, что касается консервации природных богатств и защиты окружающей среды, а государственные субсидии потребуются для эффективного распределения средств, пока рыночная цена скудных природных ресурсов будет оставаться недостаточной.

Влияние кризиса на развивающиеся страны

Следует принять срочные меры для предотвращения дальнейшего углубления кризиса в странах с переходной экономикой и в развивающихся странах. Эти меры должны включать восстановление и расширение социальной защиты, а также

сокращение проциклических элементов экономической системы. Промедление будет означать, что реальная цена, которую придется платить за решение этих проблем, будет выше, а продолжительность и глубина экономического спада увеличатся наряду с количеством невинных жертв — как людей, потерявших работу, так и мелких, средних и даже крупных компаний, обреченных на банкротство.

Почему развивающимся странам нанесен такой серьезный ущерб

Эти постоянно присутствующие угрозы обострились с интеграцией финансового рынка. Многие государства стали полагаться на иностранные банки. Некоторые иностранные банки из тех стран, которые неадекватно регулировали их деятельность и проводили неправильную макроэкономическую политику, обнаружили, что их активам нанесен значительный урон. Теперь они репатрируют свой капитал с пагубными последствиями для развивающихся стран. Трудности усугубляются еще и тем фактом, что многие развивающиеся государства заключили (Север–Юг) договоры о свободе торговли (FTA), двусторонние инвестиционные соглашения (BIT) и взяли на себя обязательства в рамках Всемирной торговой организации (ВТО), которые не дают им возможности регулировать операции финансовых институтов и инструментов или инвестиционных потоков.

Например, если развивающееся государство принимает решение национализировать ряд услуг, в частности банковских, от них могут потребовать компенсации, если этот сектор был либерализован в соответствии с Соглашениями о финансовых услугах в рамках ВТО ГАТС или соглашениями о свободной торговле, либо двусторонними инвестиционными соглашениями. Когда навязаны подобные соглашения и обязательства и их исполнение подтверждается в судебном порядке, развивающиеся страны вынуждены выплачивать

компенсацию или страдать от введения тарифов на их экспорт в государство, выступающее в качестве истца с жалобой на национализацию, если они не выплачивают или не могут выплатить ему компенсацию.

Роль протекционизма

Эти негативные последствия финансовой глобализации были еще более обострены новой волной финансового протекционизма. Государства, выделявшие большие финансовые средства своим банкам – либо по программам рекапитализации, либо путем обеспечения центральным банком их ликвидности по особым договоренностям с риском для государственных финансов, – по вполне понятным причинам ожидают роста внутреннего кредитования. Ирония заключается в том, что подобный финансовый протекционизм не подвергается никаким санкциям.

Некоторые меры, предпринятые развитыми странами, еще больше обострили эти проблемы. Кредитные гарантии способствовали оттоку капиталов. Даже если бы развивающиеся страны считали бы желательным и целесообразным, чтобы все государства давали такие же широкие гарантии, какие дают некоторые промышленно развитые страны, то все равно гарантии правительств развивающихся стран не вызывали бы такого же доверия. Симметричные политические курсы могут иметь асимметричные последствия. Кредитные гарантии являются явным нарушением духа «равных правил игры» для всех участников международной торговли, и международное сообщество пыталось ограничить их начиная со второй половины прошлого века. Большинство стран, дающих такие широкие гарантии, не делало никаких попыток обеспечить положение, при котором получатели таких гарантий оплачивали бы их на справедливых условиях. В отсутствие подобной полной выплаты такие гарантии представляют собой значительную субсидию.

Определенные ограничения рыночных сил и ресурсов могут также влиять на способность развивающихся стран проводить антициклическую фискальную (финансово-бюджетную) политику. Им может не хватать внутренних ресурсов, а если они обратятся за финансированием бюджетного дефицита на мировой рынок, то могут обнаружить, что там либо не желают кредитовать проведение такой антициклической политики, либо могут предоставлять займ под очень высокие проценты. Это является одной из причин того, что некоторые развивающиеся страны прибегли к политике снижения внешних ограничений и создали большие резервные фонды (см. главу 5 для более подробного обсуждения данного вопроса).

Рыночные неравенства и дисбалансы были еще более усилены и другими неправильными действиями государств. Они спасали не только свои финансовые институты, но – все больше и больше – и компании в других секторах экономики. Большинство развивающихся государств не обладает ресурсами для того, чтобы осуществлять аналогичные меры поддержки. И кроме того, эта проблема может еще более осложняться, если развивающееся государство является участником международного соглашения (FTA или ВТ). В этом случае подобное соглашение фактически требует того, что государство, если оно хочет оказать поддержку своим компаниям, испытывающим трудности, должно обеспечить равные условия и иностранным компаниям. И здесь одинаковый, симметричный режим, закрепленный в договорах, может повлечь за собой явно асимметричные последствия. Для развивающейся страны спасение крупной иностранной компании будет очень сложным делом из-за нехватки ресурсов и к тому же будет препятствовать оказанию помощи местным компаниям.

Те же соображения относятся и к политике государственных закупок. Но и здесь, опять-таки, присутствует асимметрия. Между развитыми государствами существуют многосторонние соглашения о государственных закупках, но их

очень мало между развитыми и развивающимися странами. Следовательно, если промышленно развитое государство провозглашает политику «покупай национальное», за исключением обязательств по ВТО, то в результате это оборачивается дискриминацией закупок из развивающихся стран, которые не имеют подобных обязательств.

В добавление к этому международные финансовые институты требовали от многих развивающихся стран проводить политику ограничений во времена медленного экономического роста или даже рецессии. Такая политика значительно отличается от антициклических мер, проводимых промышленно развитыми странами, и увеличивает риски инвесторов в развивающихся странах по сравнению с аналогичными рисками в развитых государствах. В условиях теперешнего кризиса асимметрия постулатов политики МВФ стала явной в отношении ряда стран. Даже ЕС заставляет вновь присоединившиеся к нему государства-члены проводить проциклическую политику, включая сокращение зарплат и расходов в государственном секторе.

В более широком плане зависимость развивающихся стран от финансирования МВФ ограничивает их способность проводить антициклическую политику и принимать другие меры по борьбе с циклическим развитием и может помешать им своевременно обращаться к международным финансовым институтам. А в результате промедление будет им дорого обходиться.

Если международное сообщество срочно не примет строгих мер против политики протекционизма, развивающиеся страны будут страдать от попыток развитых государств защитить себя от кризиса. В краткосрочной и среднесрочной перспективах развивающимся странам необходимо проводить антициклическую политику, принимать меры социальной защиты, развивать инфраструктуру и предоставлять кредитные гарантии. Все это может способствовать также установлению более справедливых условий в глобальной экономике.

Развивающиеся страны и механизмы финансирования

Для того, чтобы активно участвовать в совместных усилиях по глобальному стимулированию экономики, развивающиеся страны будут нуждаться в существенном финансировании в дополнение к уже осуществленному из традиционных источников оказания помощи их развитию. Им также будут необходимы ресурсы для защиты наиболее уязвимых слоев населения, обеспечения финансирования торговли и корпораций, которые исчерпали возможности получения кредитов из международных источников, а также для оживления деятельности внутренних финансовых институтов, ослабленных как прекращением финансирования, так и резким падением экспортной выручки. С тем чтобы свести к минимуму негативные последствия протекционистских мер, принимаемых развитыми странами как преднамеренно, так и непреднамеренно, развивающиеся страны нуждаются в финансировании, которое не обуславливалось бы для них непомерными требованиями. (Действительно, предоставление дополнительной финансовой помощи необходимо хотя бы для устранения дисбалансов и неравенств, возникающих из-за масштабного стимулирования и мер по спасению своих предприятий, принимаемых промышленно развитыми странами.) На данный момент помощь, предоставляемая развивающимся странам для того, чтобы облегчить решение тех проблем, которые постоянно встают перед ними, в частности колебания цен на сырьевые товары, является недостаточной.

Необходимо изыскать источники финансирования развивающихся стран, которые можно быстро задействовать и которые не будут связаны с навязыванием неадекватных условий. Так же как и в развитых странах, значительные суммы этих расходов на стимулирование экономики могли бы направляться на охрану окружающей среды, особенно на адаптацию к изменениям климата, частично выполняя, таким

образом, обязательства развитых государств в рамках Рамочной конвенции ООН по изменению климата (UNFCCC).

Неспособность поддерживать определенный уровень официальной помощи и обеспечить необходимую дополнительную поддержку будет иметь далеко идущие последствия. Увеличатся бедность и голод, для многих молодых людей станет невозможно продолжать образование, а это будет сказываться на протяжении всей их жизни. Пострадает чувство глобальной социальной солидарности, что осложнит достижение соглашений по ключевым вопросам глобального характера, таким как проблемы, связанные с изменением климата. Отсутствие такой помощи может даже помешать восстановлению глобальной экономики.

Мы приветствуем решение государств-членов завершить выпуск Специальных Прав Заимствования (СДР), одобренных Правлением МВФ в сентябре 1997 г. путем предложенной Четвертой поправки к статьям Соглашения, удвоив совокупное выделение средств в СДР до 42,8 млрд. долл. Выпуск дополнительных СДР может быть важен для поддержки финансирования антициклических мер в развивающихся странах. Существует ряд возможных механизмов облегчения перевода СДР в развивающиеся страны на эти цели. Более подробно об этом пойдет речь в главе 5. Там же будут обсуждены и предложения по проведению подобных эмиссий на более регулярной основе.

В дополнение следует поддержать и региональные усилия по увеличению ликвидности. Например, следует немедленно рассмотреть инициативу Чана Мэя по поддержке увеличения ликвидности без активного участия программы МВФ. Соглашения о региональном сотрудничестве могут быть особо эффективными благодаря большему признанию трансграничных внешних экономических факторов и большему пониманию особенностей соседних государств.

Эти новые источники оказания финансовой поддержки должны служить дополнением к традиционной помощи,

официально предоставляемой для целей развития. В более широком плане развивающиеся страны должны предпринять новые усилия для выполнения обязательств, принятых в 2000 г. по Декларации тысячелетия, Соглашению, заключенному в Монтеррее в 2002 г., решениям Глобального саммита 2005 г. и Декларации, принятой в Дохе, 2008 г.

Размышляя о дополнительной финансовой поддержке, важно проводить различие между поддержкой антициклических макроэкономических мер и более долгосрочным финансированием развития экономики, хотя рост последней может иметь важные последствия для борьбы с цикличностью развития. Традиционно Всемирный банк и региональные и субрегиональные банки развития играли основную роль в осуществлении кредитования на цели развития, в то время как МВФ играл более важную роль в борьбе с кризисами. Некоторые специалисты подчеркивают, что МВФ не должен играть основной роли в предоставлении помощи в интересах развития. Но какова должна быть его роль в предоставлении кредитов в условиях разразившегося кризиса и какова роль самого кредитования?

Гранты и концессионное кредитование

В начале текущего десятилетия существовали значительные опасения относительно чрезмерного долгового бремени развивающихся стран. Борясь с теперешним кризисом, важно избежать накопления неподъемных долгов, которые сведут к нулю все усилия по развитию экономики. Поэтому основная часть помощи наименее развитым государствам должна осуществляться скорее в форме трансфертов, чем займов. Но есть опасения, что инициативы, провозглашенные Группой 20 в Лондоне, подразумевают в основном дополнительное выделение кредитов.

Потенциальным источником финансирования такой поддержки может быть обязательство развитых государств вы-

делять один процент стоимости любого пакета стимулирующих мер на прямые бюджетные расходы в развивающихся странах. (Существует аналогичное предложение со стороны Всемирного банка, которое мы всецело поддерживаем.)

Международное сообщество должно задуматься об ускоренном расходовании средств, которое сопровождается досрочным пополнением фондов Международной ассоциации развития (IDA). Без такого своевременного пополнения самые бедные из развивающихся стран могут оказаться неготовыми к ускоренным расходам, чтобы не испытывать недостатка в средствах в последующие годы.

Помощь, к оказанию которой мы призываем в данной главе, должна рассматриваться как дополнение к уже существующим обязательствам. Промышленно развитые страны должны выполнить взятые на себя обязательства по предоставлению официальной помощи экономическому развитию.

Фонды социальной защиты

В более долгосрочной перспективе международное сообщество должно задуматься о создании специального механизма оказания помощи тем странам, которые создали жизнеспособные системы социальной защиты. Хотя такие системы могут по большей части самофинансироваться, потребуется время для того, чтобы создать необходимые ресурсы, и международное сообщество должно решить также вопрос о поддержке таких усилий. Подобные обязательства могут иметь и важные мотивационные последствия – побуждение к созданию аналогичных систем соцзащиты, что также будет способствовать стабилизации мировой экономики при помощи их автоматических стабилизаторов.

Всестороннее участие

Размер требующейся помощи может быть увеличен путем привлечения многих источников, включая региональные

банки развития, МВФ, Всемирный банк и, возможно, вновь создаваемые кредитные механизмы, которые будут описаны ниже.

Гармонизация

В то время как необходимо продолжать важную работу по гармонизации официальной помощи развитию, следует не забывать и о том, что гармонизация, особенно по вопросам кредитования на антициклические меры, не ведет к согласованному введению условий проциклического характера. Это важно, особенно учитывая потребность многих стран в быстром принятии мер по стимулированию экономической активности, защите слабых и постоянному получению кредитов.

Новая кредитная политика

Нежелание многих стран принимать помощь от некоторых институтов и потенциальных кредиторов с целью предоставления средств определенным институтам является препятствием, которое, возможно, и не будет устранено реформами, наиболее реальными в краткосрочной перспективе. Подобное нежелание легко объяснимо в свете текущего кризиса, поскольку некоторые из этих институтов навязывали развивающимся странам политику, которая, как теперь признано, вела к разразившемуся кризису и его быстрому распространению. Существование альтернативных механизмов кредитования могло бы не только ускорить приток средств, но и уменьшить вероятность того, что это будет обуславливаться необходимостью проведения проциклической политики *de jure* либо *de facto*.

Таким образом, необходимо, чтобы в период послекризисного восстановления развивающиеся страны имели доступ к дополнительным источникам внешнего финансирования, включая механизмы предоставления кредитов и обеспечения

ликвидности на цели социальной защиты, инвестиций в инфраструктуру и защиту окружающей среды, государственную поддержку, помощь финансовым системам развивающихся стран и на займы корпорациям. Без такой поддержки глобальный кризис может еще более обостриться и помешать долгосрочному глобальному сотрудничеству.

Существующие механизмы в настоящее время не отвечают этим требованиям по нескольким причинам. Во-первых, действующая ныне система не обеспечивает эффективного механизма мобилизации средств, которыми располагают государства, накопившие значительные резервы. Для всех участников глобальной экономики было бы выгодно, если бы накопления стран с переходной экономикой могли быть использованы для помощи развивающимся странам. Однако компетентные правительственные структуры некоторых из этих стран не готовы предоставлять свои средства существующим международным институтам, потому что они недостаточно представлены в их руководящих органах, а рекомендации этих институтов и выдвигаемые ими условия рассматриваются как не отвечающие потребностям развивающихся стран.

Учитывая настоятельную потребность быстрого ответа на кризис, необходимо создать новую систему кредитования в рамках существующих институтов, которые будут управляться на основе более представительных межгосударственных соглашений или посредством создания новых международных экономических институтов или механизмов. Такая новая система кредитования могла бы воспользоваться управленческим опытом существующих институтов и могла бы быть быстро организована. Ее управление отражало бы более свежие идеи, касающиеся достойного представительства, обеспечивающего больше возможностей для того, чтобы быть услышанными, не только странам, выделяющим средства, но и странам, принимающим их. Структура управления такой системой могла бы быть более гибкой, включающей региональные группы (например, Межамериканский банк разви-

тия, Азиатский банк развития, Африканский банк развития и другие), которые отвечали бы за ее операции. Необходимо серьезно обдумать возможность введения альтернативной процедуры голосования, включая голосование двойным большинством. Принимая во внимание ограниченные выплаты по новой гибкой кредитной линии МВФ и относительно минимальные требования, относящиеся к использованию средств, возможно, будет легче прийти к соглашению о деталях управления.

Должны быть созданы новые механизмы финансирования с целью привлечения средств из стран с крупными не заемными международными резервами. Обязательства по оказанию финансовой помощи могли бы быть подкреплены гарантиями, предоставленными промышленно развитыми странами. Они могли бы обеспечиваться путем заимствований на глобальных финансовых рынках.

В отношении использования средств существуют разные (комплементарные) опции. Во-первых, существует настоятельная потребность финансирования платежного баланса и госбюджета с целью расширения возможностей развивающихся стран тратить средства на антициклические меры. Во-вторых, средства можно направлять в ключевые инвестиции, в которых особенно заинтересованы государства с переходной экономикой. Это может быть развитие сельского хозяйства в африканских странах, включая их экспортные возможности, что будет способствовать обеспечению продовольственной безопасности и в других регионах, например, в странах Азии и Арабского Востока. Другой возможностью является использование этих средств для того, чтобы помочь развивающимся странам предоставлять финансовые гарантии при кредитовании ими торговли или в отношении долгов национальных корпораций, предотвращая риск их поглощения иностранными конкурентами.

Особое внимание должно уделяться своевременным инвестициям в защиту окружающей среды в связи с проблемами

изменения климата. Руководствуясь этим подходом, следует обеспечить соответствие текущих краткосрочных расходов перспективе долгосрочной стратегии развития.

Заключительные замечания

По мере того, как мир решает срочные проблемы, поставленные на повестку дня кризисом, с помощью комплекса стимулирующих мероприятий, денежной и кредитной политики, спасения предприятий и предоставления гарантий, международное сообщество не должно упускать из вида средства борьбы с причинами, лежащими в основе теперешнего экономического кризиса и других кризисов – продовольственного, энергетического, долгового, изменения климата, с которыми столкнулось большинство развивающихся стран за последние годы. Кроме того, нельзя игнорировать и другие важные задачи, стоящие перед современным миром, включая борьбу с бедностью и неравенством. Политика, направленная на устранение основных причин кризиса, позволит быстрее добиться устойчивого восстановления экономики и сделать глобальную экономику менее уязвимой по отношению к кризисам в будущем.

Национальные системы экономики, в которых существует высокий уровень неравенства, создают проблемы не только с точки зрения социальной и политической, но и экономической стабильности, поскольку ведут к чрезмерному росту долга отдельных хозяйств и государства в целом. Это может способствовать также недостаточности совокупного глобального спроса.

В докладе уже отмечалось, что ответная реакция на кризис ряда стран могла лишь обострить существующие проблемы. Многими было замечено, что слияния банков увеличивают риск создания большего числа институтов, слишком крупных для банкротства, что явилось одной из причин современного

кризиса и сделало нашу экономику более уязвимой для грядущих кризисов. Аналогичным образом, плохо продуманные меры по оказанию финансовой помощи кризисным банкам и предприятиям также могут лишь усилить существующее неравенство. Более того, если проводимая политика оказалась неудачной, всегда существует риск, что и задолженности правительства, и государственный долг необоснованно увеличатся, ограничив сферу ее действия в будущем.

Неспособность национальной экономики ряда стран к эффективной реструктуризации и неспособность оказать необходимую помощь развивающимся странам без предъявления необоснованных условий могут способствовать увеличению глобальных дисбалансов – еще одного важного фактора возникновения теперешнего мирового кризиса. Неадекватный ответ на кризис может (как это было в 1997–1998 гг.) способствовать усилению спроса на избыточные резервы, что, в свою очередь, чревато углублением глобальных дисбалансов и созданием предпосылок для глобального ограничения совокупного спроса.

Особая озабоченность связана с тем, чтобы не дать самым бедным странам попасть в новую долговую яму. Поэтому весьма важно обеспечить дополнительное выделение финансовых грантов. В данной главе уже обсуждался вопрос о нескольких возможных источниках подобного финансирования. В главе 5 речь пойдет и о других его инновационных источниках.

Реформы, осуществленные в последнюю четверть прошлого века, уделяли мало внимания тем свойствам экономических систем, которые помогают обеспечить *реальную* стабильность, делая их менее уязвимыми к рискам и увеличивая их способность противостоять кризисным *потрясениям*. В результате либерализации рынков капитала и финансовых рынков страны стали более подвержены рискам. А в современных условиях это облегчило еще и быстрое распространение кризиса по всему миру. В докладе уже отмечалось,

что недостаточное внимание было уделено эффективности «встроенных» стабилизаторов; в некоторых случаях, наоборот, действовали «встроенные» дестабилизаторы. В следующей главе речь пойдет о некоторых необходимых реформах, которые могут способствовать укреплению стабильности. А в этой уже отмечалось, что существует возможность проведения таких реформ (как, например, расширение и укрепление государственных и частных систем социального страхования и введение более прогрессивной шкалы налогообложения), которые могут одновременно решать проблемы неравенства и стимулировать стабильность экономической системы.

Также чрезвычайно важно, чтобы антикризисная политика в полной мере учитывала необходимость трансформации существующей модели роста путем замедления чрезмерной эксплуатации естественных ресурсов, особенно когда это способствует глобальному потеплению. Это может означать, что для достижения устойчивого состояния окружающей среды придется изменить привычное поведение потребителей. Так, инвестиции в новые технологии в сфере энергетики и экологии с целью решения проблем, связанных с изменением климата и адаптацией к новым условиям, служат прекрасным стимулом для проведения антициклической политики. Доклад «Новые технологии в сфере экологии и энергетики» (NE2T) включает в себя технологии, способные понизить уровень потребления энергии и сократить выбросы; технологии, обеспечивающие производство энергии из возобновляемых источников; и технологии, помогающие сохранять и совершенствовать экосистемы, а также устранять наносимый им ущерб. Для развивающихся стран увеличение расходов на такие вложения вполне оправданы теми преимуществами, которые извлечет из них мир в целом. Поэтому эти расходы должны финансироваться промышленно развитыми странами и переводиться в развивающиеся страны в обмен на обязательства последних в сфере сохранения окружаю-

щей среды и ее биоразнообразия. Подобные обязательства уже включались в ранее заключенные международные конвенции по охране окружающей среды, но еще предстоит изыскать значительные дополнительные ресурсы для выполнения этих обязательств. Настоятельная необходимость заняться решением данного вопроса обостряется еще и тем фактом, что, хотя до настоящего времени в основном развитие государства больше всего загрязняли и продолжают загрязнять окружающую среду, многие страны с переходной экономикой в скором времени могут занять их место. Следовательно, целесообразно сегодня осуществить значительные капиталовложения для развития этих технологий и способствовать их свободной передаче развивающимся странам и странам с переходной экономикой. Изменение климата и биоразнообразие являются очень важным общим достоянием человечества. Поддержка усилий развивающихся стран по охране окружающей среды и сохранению ее разнообразия должна рассматриваться как часть решения проблемы и как средство, с помощью которого международное сообщество может обеспечить эффективное выполнение этих глобальных задач.

В более широком плане, необходимость приспособить глобальную экономику к требованиям глобального потепления может служить важным источником совокупного спроса (если это будет сопровождаться соответствующими мерами регулирования, включая политику установления цен на углеводороды, и соответствующим финансированием), что, в свою очередь, поможет вывести мировую экономику из теперешнего плачевного состояния.

До настоящего времени предпринималось мало усилий для того, чтобы скоординировать ответ на текущий кризис в мировом масштабе. Почти все страны ограничились тем, что просто начали осуществлять программы оздоровления собственной национальной экономики. Эти программы были разработаны для выполнения исключительно внутрен-

них задач и почти без расчета на координацию с другими государствами, даже в зоне евро. Традиционное мышление, основываясь на последствиях кризиса в одной конкретной стране, предполагает определение сфер экономики с высокими внутренними мультипликаторами. Но такой подход может привести к тому, что разработанная программа восстановления экономики будут далека от оптимально необходимой не только по своему охвату, но и по замыслу. В результате такие программы никак не способствуют глобальному стимулированию экономики, а лишь повышают государственные расходы или долги. Более того, они не только не помогают устранению причин, лежащих в основе возникновения кризиса, таких, например, как наличие глобальных дисбалансов, но и могут еще более их усугубить. Особо необходимо предпринимать самые активные действия государствам, располагающим избыточными резервами. Помимо прочего, координация на макроэкономическом уровне помогает избежать рисков обреченной на поражение стратегии «выживания за счет соседа», основывающейся на увеличении экспорта за счет сокращения импорта или на увеличении кредитования собственных компаний за счет кредитования, доступного для других. Эти новые формы протекционизма – точно так же, как и старые, – могут пагубно сказаться на глобальной экономической системе и углубить несправедливость по отношению к развивающимся странам. Протекционизм, выражающийся в предоставлении субсидий и гарантий, вызывает особую тревогу, поскольку развивающиеся страны не могут обеспечивать такие субсидии и гарантии, какие под силу промышленно развитым странам.

Поскольку разные государства находятся на разных стадиях своих деловых циклов, имеют разные автоматические стабилизаторы и дестабилизаторы, будет достаточно сложно создать механизмы координирования макроэкономической политики и оценить сравнительный вклад в это каждого государства. Более того, в разных странах сложились разные

ситуации – например, разные доставшиеся от прошлого долги, а это предполагает разные возможности для проведения антициклической политики. Развивающиеся страны, в частности, больше зависят от внешнего мира и более подвержены влиянию внешних циклов развития, и в то же время они обладают меньшей способностью проводить антициклическую политику.

И все же, если правительства будут осознавать, что важно помнить не только о своих обязательствах (государственный долг), но и о состоянии народнохозяйственного баланса (и активов), и если они направят свои усилия на вложение инвестиций (в инфраструктуру, технологии и человеческие ресурсы), тогда расходы на стимулирование экономики приведут к улучшению положения в стране, и такая ситуация будет более долгосрочной. И это особенно важно, если учесть, что текущий кризис может быть довольно продолжительным.

Насущной проблемой является и потребность добиться значительных улучшений в деле сотрудничества в области регулирования. Произвол в сфере регулирования и налогообложения приводит к неправильному вложению средств и подрывает усилия государства по оздоровлению экономики.

РЕФОРМА ГЛОБАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ С ЦЕЛЬЮ УКРЕПЛЕНИЯ СТАБИЛЬНОСТИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Введение: Экономический кризис и провал регулирования финансового рынка

Глобальный экономический спад, переживаемый миром в настоящее время, является наихудшим со времен Великой депрессии. Он начался в финансовом секторе США и некоторых других промышленно развитых стран. Считается, что финансовый сектор сам управляет рисками, распределяет капитал и мобилизует сбережения, – и все эти транзакции совершаются с минимальными издержками. Во многих странах, включая США, финансовая система не справилась с выполнением этих жизненно важных функций, хотя и поглотила огромные общественные ресурсы, не исключая и личные средства более преуспевающих индивидов. Ошибки в финансовом секторе легли тяжелым бременем на плечи налогоплательщиков. И это не в первый раз, когда неспособность финансовых рынков выполнять свои важнейшие функции привела к серьезному снижению уровня благосостояния и экономическому спаду. Действительно, ведь финансовые кризисы и спасение предприятий являются характерной чертой рыночной экономики.

Более того, в последние годы масштабы и объем активности на финансовом рынке по отношению к экономике в целом заставил многих усомниться в том, не помог ли свободный рынок финансам сменить положение слуги экономики и, в более широком плане, всего общества на место хозяина. Как уже отмечалось раньше, во многих странах финансовый рынок стал скорее самоцелью, чем средством к достижению

эффективной экономики. Успешность финансовой политики не должна измеряться уровнем роста или объема финансового сектора в общем объеме ВВП. На самом деле чрезмерно большая доля финансового сектора в ВВП государства со средне или хорошо развитой экономикой должна стать предметом беспокойства всех, кто заинтересован в долгосрочном экономическом росте, так как финансовые кризисы часто ассоциируются с ростом неустойчивости финансового сектора.

Поскольку развивающиеся страны больше испытывают нехватку капиталов, ошибки в управлении рисками и распределении капиталов сказываются на них в большей мере. Также особенно дорого обходится им и отток значительной части их наиболее талантливых специалистов в сферу финансов. То же самое можно сказать и о том, к чему ведет неспособность их финансовых систем привлекать накопленные средства, и о неоправданно высоких издержках транзакций, включая неэффективный и дорогостоящий механизм осуществления платежей.

Как уже отмечалось выше, ошибки особенно дорого стоили развивающимся странам. Без иностранной помощи они не смогут выполнить программы стимулирования, необходимые для восстановления экономики. Кризис оставит тяжелое наследие в виде долгов даже самым богатым государствам, включая США, но для многих развивающихся стран, уже несущих на себе бремя прежних долгов, цена исправления ошибок финансового сектора может быть значительно выше. Средства на рекапитализацию финансовых институтов могли бы быть потрачены на восстановление роста, включая инвестиции в системы образования, здравоохранения, в развитие инфраструктуры и технологий.

Даже в странах, которые остро нуждались в привлечении сбережений, финансовые рынки поощряли потребление. Если бы финансовый сектор более богатых государств, таких, например, как США, исполнил свою основополагающую функцию дешевого предоставления значительных средств на

цели производства, мировая экономика могла бы сейчас переживать скорее подъем, чем кризис.

Если бы во многих странах финансовые рынки справились с той ролью, которую должны были выполнять, и не отвлекли и без того скудные ресурсы из других секторов экономики, где они могли бы принести больше пользы обществу, то было бы меньше негативных последствий социального характера. В результате компенсационные схемы, реализованные на финансовых рынках, привели к сильному расслоению общества, а сбои в экономике, вызванные плохо функционирующими финансовыми рынками, нанесли особенно тяжелый удар по бедным и менее образованным слоям населения.

Существуют многочисленные публикации, объясняющие причины постоянных сбоев в деятельности финансовых институтов. Несмотря на широко распространенное мнение о пользе частных рынков, научные исследования последних трех десятилетий показали, что в целом их деятельность не дает эффективных результатов, когда нет четко отлаженной системы информации и, особенно, когда на лицо информационная асимметрия, означающая, что разные люди получают разную информацию. Такое несовершенство в предоставлении информации особенно характерно для финансовых рынков. Более того, на финансовых рынках частная мотивация – как на уровне организации, так и на уровне отдельных лиц, принимающих решения, – часто не совпадает с общественной выгодой. Настоящий кризис выявил наличие больших диспропорций во всех странах, но для развивающихся экономик они имеют особое значение.

Из-за повсеместных и постоянных «провалов» финансовых институтов в выполнении их основных задач их деятельность регулируется правительствами. Первая четверть века после Второй мировой войны характеризовалась отсутствием финансовых кризисов, и это, почти наверняка, явилось результатом более жесткого регулирующего режима Нового

курса и аналогичного регулирования, введенного в остальных государствах мира после Великой депрессии.

Тем не менее, нынешний кризис пришел на волне увлечения многих политических лидеров и экономистов теориями дерегулирования. Они утверждали, что либо эффективность, присущая свободным финансовым рынкам, будет способствовать эффективности всей экономической системы в целом, либо, по крайней мере, «облегченное» регулирование улучшит экономическую деятельность. Подобные утверждения почти не принимают в расчет несовершенство рынка и воздействие внешних факторов. В то время как рецидивы, имевшие место ранее в экономике, и современные экономические теории должны были бы породить определенный скептицизм, уже сам размах и глубина нынешнего кризиса стали наглядным опровержением подобных взглядов (их часто квалифицируют как рыночный фундаментализм или неолиберализм).

В настоящее время существует консенсус в отношении того, что свой вклад в нынешний кризис внесли и неадекватное регулирование, и регулирующие институты, ряд которых оказался неспособен эффективно использовать даже уже существовавшие механизмы регулирования. Хотя «вина» должна возлагаться на финансовый сектор, государства в лице своих правительств оказались неспособны защитить рынок от него самого, а общество – от эксцессов, за которые постоянно вынуждены расплачиваться налогоплательщики, рабочие, домовладельцы и пенсионеры.

Регулирование, рациональность и саморегулирование

Теории в поддержку дерегулирования были сформулированы на основании предположения о разумных действиях и ожиданиях многоопытных участников рынка. Считалось, что они рассматривают рыночные цены как наилучший доступный сигнал к размещению ресурсов. В действительно-

сти общепринятые воззрения идут еще дальше, утверждая, что абсолютно свободный рынок дает оптимальный экономический эффект. Согласно таким взглядам правильным является только саморегулирование рынка. Единственная роль, которая отводилась государственному регулированию, была защита мелких инвесторов, которым могла предоставляться неполная информация. Предполагалось, что разумное поведение обуславливается тем фактом, что те, кто ведет себя «нерационально», будут нести потери и покинут рынок по причине банкротства.

Но подобные стандартные взгляды игнорируют ключевые достижения экономики в последней четверти века и особенно явления, связанные с неэффективностью рынков, когда общепризнано, что система информации всегда несовершенна и асимметрична. Подобная асимметрия в информационном обеспечении также характерна и для финансовых рынков. Теоретические аргументы в пользу данного факта подкрепляются многочисленными историческими фактами и экономической практикой. Из них следует: а) рынки в основном не могут самокорректироваться; б) финансовые рынки особенно подвержены «сбоям»; в) эти сбои на финансовых рынках имеют системные последствия для экономики.

Еще более сомнительно предположение о рациональном поведении на финансовых рынках. И действительно, существует большой исторический опыт возникновения кризисов на финансовых рынках, имеющих самые пагубные последствия для производства и занятости. Большое влияние внешних факторов, ассоциирующихся с неудачной деятельностью финансовых институтов, означает, что этот процесс может сказаться и на других институтах. Именно поэтому неоднократно осуществлялось финансовое спасение банков, не справившихся со своей минимальной задачей – оценкой кредитоспособности. Но даже если поведение всех участников рынка будет рациональным и не будет существовать значимых системообразующих финансовых институтов, все равно

регулирование будет необходимо из-за внешнего воздействия мер по корреляции их поведения. Проще говоря, традиционная (докризисная) сфера действия финансового регулирования оказалась слишком узкой.

В значительной степени взгляды тех политических лидеров, которые выступали за дерегулирование, основывались на экономических моделях, построенных на этих ложных идеях. Несомненно, модели, используемые для описания экономических процессов и лежащих в их основе (зачастую скрытых) допущений, являлись в течение долгого времени предметом ожесточенных споров. Этот кризис, обходящийся всем беспрецедентно дорого, дает новую возможность возобновить эти дискуссии и извлечь уроки из настоящего опыта — как в отношении рыночных и политических процессов, так и в отношении желательного режима регулирования. Идеи о надлежащем режиме регулирования складываются, в частности, под влиянием взглядов на эффективность (или неадекватность) рыночных процессов, а также на способности правительств исправлять ошибки рынка.

Недавний опыт должен не только сильно оживить споры, но и служить поддержкой мнения тех, кто сомневался в модели конкурирующих и эффективных рынков, где участники — индивиды и компании — хорошо информированы (и, как правило, опираются на обоснованные ожидания), то есть той модели, которая оправдывает политику дерегулирования.

Возникновение понимания необходимости регулирования

Нынешний кризис может, таким образом, рассматриваться как прямое следствие идей, поддерживающих прекращение какого-либо регулирования, что якобы повышает способность рынков функционировать эффективно. Некоторые элементы регулирования были введены после Великой депрессии. Их надо было изменять соответственно условиям эволюционирующих рынков, а не отменять вовсе. Более того,

меняющаяся экономика – создание новых финансовых инструментов – требовала нового регулирования. Даже когда регулирование было вполне адекватным, многие из занятых этим лиц не верили в необходимость регулирования и, что неудивительно, не настаивали на его эффективном выполнении. Текущий кризис подчеркнул необходимость регулирования и создания соответствующей регулирующей структуры, отражающей изменяющуюся экономику, а также усиления контроля за всей финансовой системой в целом.

Как заключила в своем докладе по реформе регулирования Комиссия Конгресса США по надзору за программой спасения финансовых предприятий (TARP): «... в своей основе провал регулирования, вызвавший нынешний кризис, носит скорее философский, нежели структурный характер»¹. Если бы роль регулирования ценилась больше, США могли реализовать эффективный комплекс регулирующих мер в рамках существующих институтов регулирования. И, тем не менее, реформы этих институтов следует срочно начинать, чтобы не допустить такого положения, когда процессы регулирования возьмут в свои руки те, чьи интересы (и философия) направлены против необходимости жесткого регулирования.

Для того чтобы показать, на очень простом примере, почему регулирование необходимо, представим ситуацию, когда крах большого и многопрофильного финансового института может причинить большой ущерб экономике и когда политическая власть предпримет действия по смягчению последствий этого краха для реальной экономики – то есть будет спасать это предприятие. Легко увидеть, что в отсутствие надлежащего регулирования частные стимулы рискованного поведения не соответствуют оптимальным интересам общества.

¹ Congressional Oversight Panel, «Special Report on Regulatory Reform. Modernizing the American Financial Regulatory System: Recommendations for Improving Oversight, Protecting Consumers, and Ensuring Stability», Washington, D.C. January 2009, available at <http://cop.senate.gov/reports/library/report-012909-cop.cfm>.

Для первого обстоятельства существуют две возможности (регулирование, отсутствие регулирования) и для второго – также две возможности (спасение и отказ от спасения).

	Финансовое спасение	Отказ от спасения
Регулирование	А	Б
Отсутствие регулирования	В	Г

Истинный приверженец свободного рынка будет выступать за режим отсутствия регулирования и отказ от спасения – вариант (позиция) Г в таблице. Предположим, что выгода для общества, полученная в результате выбора варианта Г, будет больше, чем во всех остальных вариантах, хотя в действительности это может быть совсем не так. Вариант Г представляет оптимальную конструкцию системы до тех пор, пока ни один финансовый институт не будет настолько крупным, чтобы его крах причинил достаточно серьезный ущерб реальной экономике и заставил правительство отменить свое решение об отказе от спасения предприятий. Фактически во всех государствах существуют достаточно крупные финансовые институты, так что вся правая колонка в таблице просто неправдоподобна, поскольку невозможно, чтобы какое-то правительство связало себя обязательством не осуществлять спасения крупного банка. Следовательно, реальным выбором для общества будет выбор между вариантами А и В. Руководство любого крупного финансового института заранее знает об этом. Принимая во внимание, что в будущем любой финансовый кризис повлечет за собой спасение предприятий, только введение регулирования (вариант А) может удержать финансовые институты от использования несовпадения частных и общественных интересов. При варианте Б банки стали бы увлекаться *чрезмерно рискованным поведением*, учитывая их уверенность в том, что отказ от спасения предприятий не может быть окончательным

и что любые потери будут компенсированы правительственными мерами по спасению. Подобная простая логика со всей наглядной очевидностью проявилась во время нынешнего кризиса. Еще раз повторим: при таком положении, когда правительства не могут взять на себя обязательство не спасать свои крупнейшие банки, экономическая эффективность требует, чтобы деятельность этих банков регулировалась, а это значит, что вариант А является единственным решением проблемы.

Этот пример иллюстрирует такую ситуацию, когда частные интересы финансовых институтов не совпадают с интересами всего общества. Такая ситуация может сложиться даже тогда, когда нет ни одного достаточно крупного финансового института, крах которого может иметь критические последствия. Но если несколько более мелких институтов будут действовать сообща, их поведение может привести к появлению системно значимой проблемы, для решения которой потребуются действия правительства по финансовому оздоровлению, и вновь в подобном случае частные интересы не будут совпадать с общественными.

Фактически нынешний кризис ставит дискуссионный вопрос не только о том, каким образом осуществлять политику регулирования, чтобы совместить частные и общественные интересы компании, но и о том, как мотивировать руководство крупных финансовых институтов умерить поощрение ответственных лиц, принимающих решения в рамках этих институтов, за слишком рискованные операции, расплачиваться за которые будет вся организация, владельцы ресурсов, которыми они управляют, и общество в целом.

Подобные проблемы в экономической литературе рассматриваются как проблемы «посредничества», поскольку они относятся к трудностям, возникающим, когда посредники преследуют цели, отличающиеся от целей индивидуальных лиц, *от имени которых и в чьих интересах* они уполномочены действовать. Например, сбережения работников,

помещенные в пенсионные фонды, инвестируются управляющими портфельными инвестициями, действующими в качестве посредников. Но благосостояние этих менеджеров может не зависеть от благосостояния работников. И действительно, менеджеры редко пытаются заставить компании действовать в интересах своих работников, гораздо чаще они сосредоточивают свое внимание на получении очень быстрой прибыли.

Таким образом, для современной экономики характерны проблемы, связанные с длинной цепочкой посредников: модель капитализма, созданная в XIX веке и предполагающая, что собственник сам управляет своим делом, все реже и реже встречается в настоящее время, особенно в развитых обществах. Хотя добиться полного совпадения интересов невозможно, нынешний кризис показал масштабы их расхождения и подчеркнул необходимость регулирования, которое позволит привести их в большее соответствие.

Структуры и институты регулирования

Хотя там, где явно присутствует необходимость государственного регулирования финансовых рынков, правительства часто оказывались неспособными учредить надлежащие структуры регулирования. Мотивация государственных чиновников, представителей регулирующих органов и выборных представителей власти и роль денег в политике служат важным отрезвляющим средством от романтических идей об эффективности регулирования с целью устранения ошибок неудач рынка.

Даже когда приняты надлежащие правила регулирования, их исполнение может и не носить принудительного характера. Регулирующие органы могут оказаться «пленниками» тех, чью деятельность они должны регулировать. Можно подчинить себе даже экспертов, поскольку последние сами руководствуются соображениями своей авторитетности, повышения своего престижа и соответствующего воз-

награждения за свои услуги. При формировании регулирующих институтов следует помнить о подобных рисках.

До кризиса велись горячие споры между теми, кто выступал за регулирование на основе «принципа», и теми, кто предлагал основываться на «правилах». Первые опасались того, что банки будут использовать правила для обхода основных банковских принципов, в то время как последних беспокоила возможность потери независимости регулирующих органов. Но в кризис не устояли ни системы регулирования, основанные на правилах, ни те, что были основаны на принципах, показав тем самым, что эта дихотомия была не столь важной, как представлялось раньше. Необходимы как принципы, определяющие цели и задачи регулирования, так и правила, с помощью которых эти принципы реализуются на практике.

Бесспорно, что идеи важны, но также важны и интересы: на существующий ныне режим регулирования могли оказать значительно более сильное влияние особые интересы, чем все достоинства теоретических доводов. Эти особые интересы могли, в частности, подчеркнуть особую притягательность именно тех идей, на которые они опирались, и сделать все возможное для их широкого распространения.

Обеспечение глобальной финансовой стабильности для поддержания устойчивого развития экономики является глобальным общественным благом. В мире финансовой и экономической интеграции сбой в деятельности финансовой системы одного крупного (или даже среднего) государства может оказаться важным негативным внешним фактором для других. Это поняли во время мирового финансового кризиса 1997–1998 гг., когда все страны боялись распространения «эпидемии». Действительно, возможность заразиться стала очевидной, когда кризис в Восточной Азии привел к появлению проблем в России, а кризис из России перекинулся, в свою очередь, на Бразилию. Но нынешний кризис выявил трансграничный характер «эффекта лавины», когда неспо-

способность США надлежащим образом регулировать свои финансовые рынки привела к глобальным последствиям. Поэтому решение вопросов регулирования нельзя оставлять на усмотрение национальных властей. Необходима глобальная координация. Вот почему обсуждению данного вопроса уделяется принципиально важное внимание в этом Докладе.

В данной главе дается ряд общих принципов регулирования финансового сектора и рекомендации относительно реформ, необходимых для того, чтобы привести существующую национальную и международную практику регулирования в соответствие с этими принципами. Кроме того, речь пойдет и о некоторых ключевых различиях между микрорегулированием, целью которого является деятельность конкретных финансовых институтов, и макроэкономическим регулированием, направленным на достижение системной устойчивости финансовой системы и укрепление макроэкономической стабильности. В то время как необходимо определить общие принципы регулирования, а также цели и функции конкретных аспектов регулирования, особые институциональные условия и методы осуществления регулирования должны быть индивидуально разработаны в зависимости от конкретных обстоятельств каждого государства.

В этой главе также излагаются ключевые вопросы *разработки* финансовой политики, то есть вмешательства государства в деятельность финансового сектора. И, хотя в основном речь идет о регулировании, финансовая политика выходит далеко за его рамки. Она может включать в себя вопросы стимулирования кредитования определенных групп населения, уровень предоставления кредитных услуг которым недостаточен, или создания институтов, деятельность которых будет направлена на долгосрочное развитие, а не на быстрое получение прироста капиталов, что было центральной целью столь многих секторов финансового рынка. В финансовую политику также входит обеспечение стимулирования создания финансовых институтов или механизмов, способствующих

щих выполнению социальных задач – ипотеке, с помощью которой частные лица лучше справляются с рисками домовладения, студенческим ссудам под более низкие проценты, предоставлению банковских услуг и услуг по страхованию тем, кто еще не охвачен ими. Короче говоря, она подразумевает все виды вмешательства, а не только попытки государства заставить *частные* финансовые институты вести себя в большем соответствии с общими принципами эффективности, в частности, лучше сочетая общественные и частные интересы.

Исходя из этого, регулирование банковской деятельности необходимо рассматривать как часть регулирования финансового рынка, а регулирование финансового рынка следует рассматривать более широко – как часть общей финансовой политики в целом. Существует несколько важных форм регулирования финансового рынка: 1) защита потребителей и инвесторов (правовые нормы против мошенничества, рыночных манипуляций, вводящего в заблуждение представления товаров, законодательство, поощряющее конкуренцию); 2) обеспечение безопасности и надежности отдельных институтов; 3) обеспечение надлежащей конкуренции; 4) обеспечение системной стабильности; 5) поддержка существенного финансового развития, особенно долгосрочного, и 6) обеспечение доступности финансовых средств. Обеспечение финансовой стабильности далеко не ограничивается обеспечением безопасности и надежности отдельных институтов. Такое регулирование может поддерживать и сохранять доверие к финансовой системе в целом и способствовать укреплению финансовой и экономической стабильности. И хотя она может оказаться не в состоянии предотвратить кризисы, подобные нынешнему, она может сделать их менее частыми и не столь серьезными. Обеспечение макроэкономической стабильности отнюдь не ограничивается устранением возможности возникновения кризисов; оно предполагает расширение кредитования, когда экономика переживает спад, и его ограничение, когда существует угроза инфляции.

Аналогичным образом, регулирование финансовых рынков нацелено на решение многих задач: 1) способствовать стабильности финансовых рынков; 2) способствовать макроэкономической стабильности и росту; 3) повышать эффективность распределения капитала в условиях его нехватки; 4) обеспечивать равные для всех условия и 5) защищать государственные финансы, пострадавшие в результате ошибок регулирования.

Государства в лице своих правительств должны осознавать существование взаимосвязи между различными формами регулирования и регулируемыми органами, а также отношений между регулированием и другими инструментами государственной политики, которые все направлены на то, чтобы обеспечить выполнение финансовыми рынками своих жизненно важных функций по поддержке всех членов общества.

Многие сферы государственной политики, такие как политика в области конкуренции и корпоративного управления, относятся как к финансовому сектору, так и к другим секторам экономики. Неудачная политика именно в этих двух областях могла стать причиной самых сильных сбоев в финансовой системе.

Существует и возможность выбора и компромисса: менее конкурентоспособная финансовая система может оказаться более стабильной, но менее эффективной и привести к более сильному социальному неравенству. Но существуют и важные дополнения. Неспособность финансовой системы справляться с трудностями является частично и результатом грабительского кредитования; все более совершенствующаяся система защиты инвесторов могла бы привести к большей стабильности финансовой системы.

Регулирование обходится недешево. В любом случае должно существовать равновесие между издержками и прибылями. Сегодня глобальная экономика дорого расплачивается за неадекватное и неправильное регулирование, а также

за неспособность добиваться эффективного выполнения уже действующих регулирующих норм. Очевидно, что регулирующие органы в главных финансовых центрах мира не смогли установить надлежащий баланс, и эта их неспособность легла тяжелым бременем на всю мировую экономику. Дополнительные средства на улучшение регулирования были урезаны из-за расходов, которое понесло общества из-за провала регулирования.

Одним из часто выдвигаемых обвинений в дороговизне жесткого регулирования является то, что оно может снизить темпы внедрения инноваций. Но существует мало доказательств того, что инновации в финансовом секторе, осуществленные за последние годы, способствовали эффективности экономики в целом, хотя для объективности отметим, что они могли привести к увеличению прибыли самого финансового сектора. В основном инновационные усилия в секторе были направлены на обход регулирования и стандартов отчетности, на уклонение от налогов; кроме того, другие инновационные введения позволили увеличить доходы сектора от повышения стоимости совершаемых в нем сделок. Подобные «инновации» привели к негативным социальным последствиям.

Только небольшая доля финансового сектора США – венчурные компании – занималась инновациями в секторе производства. Эта доля финансового сектора сейчас переживает трудности. В более широком плане, есть риск того, что финансовый рынок выйдет из кризиса с финансовой системой, еще менее приспособленной к удовлетворению потребностей общества в будущем. Он может стать, например, менее конкурентоспособным. Потребность в адекватном регулировании может оказаться теперь более насущной, чем в прошлом.

Далее в этой главе довольно подробно остановимся на некоторых общих принципах регулирования финансового рынка. Вначале речь пойдет о прозрачности и открытости, стимулировании и макро- и микрорегулировании соответ-

ственно. В то время как большинство затронутых выше вопросов касались национальных финансовых систем, далее в этой главе речь пойдет о глобальном регулировании и проблемах, которые возникают из-за трансграничного движения капиталов. В завершении будет затронут широкий круг вопросов финансовой политики, которые остаются вне сферы регулирования.

Цели и задачи общих принципов финансового регулирования

Деятельность компаний, действующих на финансовом рынке, регулируется сверх и помимо деятельности других компаний. Ниже будут рассмотрены причины обоснованности такого регулирования и возможные варианты регулирования, необходимые для институтов данного сектора.

Защита потребителей и инвесторов

Первой причиной является то, что потребители финансовых продуктов требуют дополнительной защиты по сравнению с потребителями других продуктов, поскольку качества финансового продукта не могут быть легко проверены до, во время или сразу же после момента его приобретения. Как уже отмечалось, мониторинг банков и их способности выполнять свои контрактные обязательства является благом для общества. В дополнение к этому настоящий кризис выявил необходимость в защите многочисленных граждан от грабительской практики кредитования, когда финансовые учреждения пользуются своим преимуществом перед теми, кто менее подготовлен к тому, чтобы адекватно оценивать риски, связанные с приобретаемыми финансовыми продуктами. Но даже и относительно хорошо информированные частные лица не могут оценить рискованности сложных финансовых продук-

тов, предлагаемых на рынке, или соответствия этих продуктов своим потребностям в данных обстоятельствах. Более подробно остановимся на проблемах защиты потребителя и инвестора далее в данной главе.

Внешние факторы и регулирование

Второй причиной является то, что финансовые рынки особенно подвержены воздействию внешних факторов. Нынешний кризис показал, что за сбои финансовой системы приходится расплачиваться другим – налогоплательщикам, домовладельцам и трудящимся, которые непосредственно не участвовали в чрезмерно рискованных операциях. Действительно, эти сбои повлияли на всю мировую экономику в целом, погрузив мир в худшую рецессию мирного времени с 1930-х гг. Всегда, когда начинают действовать внешние факторы, возникают противоречия между заинтересованностью частных лиц и общественной выгодой, и масштабы этих противоречий в условиях настоящего кризиса явно требуют решительных действий со стороны государства.

Финансовые рынки характеризуются несовершенством информационного обеспечения, и, как уже отмечалось, рынки, где нет надлежащей информации, часто неэффективны и требуют государственной интервенции. Такое несовершенство информационного обеспечения приводит к тому, что начинают действовать внешние факторы и схожие с ними эффекты.

Особая роль банков

Роль банков (институтов, обладающих лицензией на регулируемую деятельность по размещению вкладов и оказанию других банковских услуг и имеющих доступ к получению ликвидных средств из центрального банка) в кредитной

сфере уникальна и значительно отличается от роли небанковских институтов, таких как брокерско-дилерские конторы традиционных инвестиционных банков, паевые фонды, страховые компании и хеджевые фонды. Текущий кризис со всей очевидностью показал, что доступ банков к средствам центробанка и предоставление наличных средств остальным отраслям экономики сыграли решающую роль в распространении финансового бума.

То, что роль банков отличается от роли других финансовых институтов, частично объясняется их ролью в механизме платежей. Это отличие и служит основой рекомендаций регулировать ключевые направления банковской деятельности (депозиты частных лиц и кредиты компаниям) более строго, чем деятельность небанковских институтов, в то же время расширяя сферу действия регулирования как в рамках национальной, так и международной финансовой системы.

Особая роль банков оказалась скрытой в то время, когда нынешний кризис был на подходе. Некоторые финансовые институты вовлеклись в создание многочисленных внебалансовых юридических лиц, таких как специальные инвестиционные фирмы, которые занимались подобием банковской деятельности, не будучи объектом регулирования и не имея ни доступа к средствам центрального банка, ни страхования депозитов. Эта «теневая банковская система» играла все более важную роль в предоставлении кредитов, и частично крах кредитного рынка объясняется провалом деятельности этих теневого банков.

В дополнение к этому банковская система переплелась с другими финансовыми институтами до такой степени, что провал этих других финансовых институтов (AIG) мог угрожать устойчивости всей банковской системы.

Неспособность эффективно регулировать эти взаимозависимости, а также другие аспекты рискованного положения банков привели в результате к тому, что налогоплательщики стали невольными жертвами последствий краха финансовых

институтов, которые предоставляли явные или скрытые гарантии теневой банковской системе. Это приводит не только к огромным чрезмерным рискам, но и искажает структуру финансового рынка, поскольку предоставление таких гарантий сопровождается большими скрытыми субсидиями.

Внешние факторы и неспособность саморегулирования

Действие внешних факторов, которые в значительной степени вызывают потребность в регулировании, должно сделать очевидным тот факт, что саморегулирование, столь горячо разрекламированное сторонниками дерегулирования в период, предшествовавший кризису, имеет мало смысла. Саморегулирование при существовании внешних факторов является оксимороном.

Системные связи и вне рыночные факторы

Характер практики кредитования таков, что кредит одного банка часто оказывается вкладом в другой, и этот вклад может использоваться в качестве обеспечения займа в третьем. Важной частью банковской деятельности является предоставление ссуд друг другу, и поэтому неспособность возврата одним банком может привести к череде банковских крахов. Это означает, что поведение отдельных банковских институтов может иметь системное значение, тогда как крах, скажем, обувного магазина не может иметь таких разрушительных последствий. Крах одного-единственного банка может обернуться крахом всей финансовой системы либо непосредственно, либо в результате потери общего доверия ко всем банкам, что выразится, в свою очередь, в замораживании межбанковских рынков. В иное время эта дискуссия могла бы показаться чисто академической, но крах кредитного рынка вскрыл системно значимый характер банковских банкротств и показал всю значимость доверия общества к банкам.

Ключевая роль доверия и роль регулирования

Доверие является ключевым фактором, поскольку люди доверяют свой капитал финансовому институту, который обещает вернуть его позже с ожидаемой прибылью. Но эти обещания часто не выполняются. Более того, для рядового гражданина очень затратно узнать наверняка, в состоянии ли тот или иной конкретный банк выполнить свои обещания. Сложность современной финансовой системы делает эту задачу все более и более трудно выполнимой, но многие финансовые институты накануне кризиса намеренно пытались скрыть свое финансовое положение (как от регулирующих органов, так и от инвесторов). Когда те, кто доверил свои деньги какому-то финансовому учреждению, теряют к нему доверие, они забирают свои вклады, и это финансовое учреждение может ожидать крах. Многие финансовые институты дали массу поводов для того, чтобы им перестали доверять.

Государственное регулирование может играть ключевую роль в восстановлении и поддержании доверия к финансовым институтам. Около ста лет назад американцы потеряли доверие к промышленным предприятиям, занимавшимся упаковками мясных продуктов; доверие было восстановлено лишь после введения государственного регулирования. В современных условиях такие факторы, как неспособность саморегулирования и существование рейтинговых агентств, служат хорошим основанием для того, чтобы государство играло активную роль в процесс регулирования.

Регулирование и мониторинг: информация как общественное благо

Помимо сказанного, информация является общественным благом. Никаких дополнительных затрат не требуется для того, чтобы больше людей пользовались какой-то конкретной информацией, включая информацию о кредитоспособности того или иного банка. Когда общественные блага рас-

пределяются частным образом, то почти всегда возникает их нехватка и/или неэффективность их использования, поскольку создаются препятствия к потреблению продукта, добавленная стоимость которого очень низка (равна нулю). Это служит еще одной причиной для общественного мониторинга за деятельностью финансовых институтов.

Кроме того, большинство индивидов не обладает достаточной компетенцией для того, чтобы адекватно оценить финансовое положение банка. Действительно, даже регулирующие органы и рейтинговые агентства, которые по определению должны обладать соответствующей компетенцией, не смогли справиться с этой задачей. Эти проблемы усугубились еще и тем, что «рынок рейтинговых агентств» показал свою беспомощность, подорвав доверие к таким частным оценкам, сделав его, по крайней мере, проблематичным. Обо всем этом более подробно речь пойдет ниже.

Транспарентность и стимулы

Хотя регулирование направлено на то, чтобы заставить частные компании изменить свое поведение, приведя его в большее соответствие с интересами общества в целом, государству (его регулирующим органам) часто бывает трудно непосредственно контролировать их поведение или даже определить, что имеется в виду под надлежащим поведением. Например, хотя все согласны с тем, что банки не должны вести себя чересчур рискованно, к чему это может привести? Современное регулирование основывается на многостороннем подходе, включающем в себя прямые ограничения в поведении компаний, а также ограничения, связанные с детерминантами поведения. Самыми важными детерминантами являются мотивация и конкуренция. Если мы хотим, чтобы рынки стали дисциплинированными, они должны получать правдивую и полную информацию, что подразумевает прозрачность, и,

кроме того, им необходима эффективная конкуренция. Накануне кризиса (да и в настоящее время тоже) и в области конкуренции, и с прозрачностью было не все в порядке.

Транспарентность

Правдивая информация необходима для эффективного функционирования рыночной экономики. Частично нынешний кризис – это кризис информации. Финансовый сектор продемонстрировал свою способность умело использовать бухгалтерскую отчетность для сокрытия информации. Если участники рынка не осведомлены о рискованном поведении банков и других компаний, акции которых котируются на бирже, им трудно дать объективную оценку стоимости акций и облигаций. Это означает, что капиталы могут размещаться неэффективно. Открытость и прозрачность важны для дисциплины рынка, выражающейся в установлении эффективных цен. Как можно принять правильное решение о покупке или продаже банковских акций и облигаций, если неизвестны риски, которым они подвергаются? Реформы регулирования должны надлежащим образом решить эти проблемы транспарентности.

Но, хотя для лучшего функционирования финансовой системы необходима большая открытость и прозрачность (транспарентность), этого недостаточно. Маловероятно, что чрезмерное кредитование и заимствования, которые в совокупности способствовали возникновению кризиса, были бы намного меньше, если бы присутствовала большая транспарентность. Равным образом одно лишь наличие полной информации не смогло бы сделать оптимальной оценку рисков весьма сложных финансовых продуктов. Недостаточная прозрачность часто является симптомом более глубоких изъянов рынка, стимулирующих ограничение доступа к информации, и эти изъяны рынка могут проявляться и иным образом. Более того, недостаточная прозрачность является одним из многих рыночных изъянов.

В настоящее время многие согласны с тем, что частные рынки не обязательно обеспечивают оптимальную мотивацию к обеспечению транспарентности. Более того, может иметь место мотивация к предоставлению неверной информации, например, мотивации, связанные со схемами вознаграждения высшего руководства компаний, основанными на опционах. Регулятивный арбитраж также поощряет мотивацию к меньшей прозрачности. Подобные сделки привели к созданию внебалансовых механизмов, явившихся причиной столь многочисленных проблем в условиях нынешнего кризиса. Регулирование должно обеспечивать не только большую прозрачность, оно должно еще и поощрять мотивацию к такой прозрачности. Так, например, требования оценки опционов или увеличения уровня собственного капитала для тех банков, которые выплачивают вознаграждение своим топ-менеджерам посредством опционов, могут уменьшить мотивацию пользоваться этим.

Для увеличения транспарентности была введена практика ежегодного учета биржевых показателей по текущим ценам. Но некоторые утверждают, что его неправильное применение ко всем активам может способствовать усилению волатильности рынка. Проблема здесь заключается не в самой модели такого учета, а в том, как предоставленная информация используется компаниями, рынками и регулирующими органами. Недостатки такого учета могут быть устранены введением нормативов по обеспечению достаточности собственного капитала и условиями, описанными ниже. Уход от учета по текущим ценам и курсам означал бы и явный уход от прозрачности.

Однако система регулирования должна в перспективе вознаградить финансовые институты превращением их краткосрочных обязательств в долгосрочные. В этом отношении консолидирование долга по текущим ставкам было бы целесообразнее учета по текущим ценам и ставкам, а в некоторых случаях – и более уместным. Компании, занимающиеся стра-

хованием жизни, например, имея долгосрочные обязательства, но также и располагая активами, сопоставимыми с этими обязательствами, не должны попасть в неблагоприятную ситуацию. Но именно это и может случиться с ними при ведении учета по текущим ценам и ставкам, если риск ликвидности повысится, а стоимость долгосрочных активов, в которые они инвестировали свои средства, упадет. Было бы неэффективно добиваться соответствия каждого отдельного актива его субсидированию, но совокупность активов можно соразмерять с их совокупным субсидированием. Одной из трудностей, возникающих при консолидации долга по текущим ставкам, является определение срока консолидации долга. Полисы страхования жизни можно обычно держать до наступления сроков платежей по ним, но договор предусматривает опцион, касающийся ликвидности, – собственники полисов могут брать займы под их заклад. Полисы обладают также и денежной стоимостью. Вклады до востребования держат, как правило, в течение долгого времени, но при возникновении паники их могут забрать в течение одного дня.

Стандарты бухучета должны делать информацию, предоставляемую акционерам и держателям облигаций, максимально прозрачной. Для этого, возможно, придется изменить существующие стандарты. В частности, желательно, чтобы эти стандарты обеспечивали динамичность и антицикличность, однако советы по учетным стандартам в настоящее время не проявляют готовности рассматривать подобные предложения. Они предпочитают учет по конкретным сделкам статистическому учету, хотя статистика может быть наилучшим средством надежной оценки будущих потерь.

В то время как учет по текущим ценам, возможно, и не совсем подходит некоторым институтам для управления рисками, важно признать, что неспособность применять его может привести к другим нежелательным стимулам, особенно во время кризиса. У банков может быть своя мотивация брать на себя неоправданные риски – можно продолжать

удерживать активы, падающие в цене, и продавать активы, цена которых растет. Цель этого – увеличить разрыв между рыночной и балансовой стоимостью активов. Такая мотивация в сочетании с недавними действиями на рынке фактически привела к приостановлению внедрения учета по текущим ценам во время кризиса, тогда как во время бума способствовала этому.

Транспарентное регулирование должно быть всеобъемлющим. Иначе появится опасность того, что сделки, в отношении которых участники рынка не хотят предоставлять полную информацию, будут фильтроваться соответствующими механизмами, исключаяющими абсолютную открытость. Как будет сказано ниже, именно это вызывает тревогу в отношении недавних предложений, которые не требуют полной прозрачности в отношении внебиржевых сделок по деривативам, таких как свопы по невыплаченным кредитам. Предоставление банкам и компаниям выбора между не полностью разглашаемыми операциями по внебиржевым опционным сделкам и полностью прозрачными биржевыми опционными сделками может привести к меньшей транспарентности. (О регулировании операций с деривативами более подробно будет рассказано ниже.)

Кроме того, без такого всеобъемлющего регулирования всем тем, кто захочет воспользоваться информацией, будет очень сложно оценить ее достоверность. Во время мирового финансового кризиса 1997–1998 гг. многие развивающиеся страны утверждали, что, если не требовать прозрачности от хеджевых фондов, держателей их обязательств, этим странам будет сложно оценить возможные риски. В то время как иные участники рынка могут давать полную информацию, этим странам и некоторым другим будет трудно адекватно оценивать свои резервы в иностранной валюте без полной и всесторонней открытости всех участников рынка.

Регулирование должно быть направлено еще и на формирование стимулов к транспарентности (или ее отсутствия).

Системы вознаграждений, в значительной степени опирающиеся на показатели рынка ценных бумаг, приводят к сильной мотивации предоставлять искаженную информацию. Это служит еще одним аргументом в пользу ограничения таких форм вознаграждения (в добавление к другим, о которых речь пойдет ниже). В более широком плане, у руководства компаний существует заинтересованность по ограничению открытости, особенно в тех странах, где корпоративное управление находится на ненадлежащем уровне. Меньшая открытость может снизить риск поглощения и увеличить способность руководства компаний вознаграждать себя все в большем объеме.

Экономическая теория предполагает, что открытость может привести к большей волатильности рынка. Но даже если это произойдет, все равно в большинстве случаев преимущества транспарентности перевесят все издержки. Поэтому следует стремиться к большей транспарентности. Без достоверной информации не может быть эффективного распределения ресурсов, а отсутствие прозрачности или ее недостаточность слишком легко могут привести к коррупции и использованию ресурсов для личной выгоды.

Как уже отмечалось, стандарты учета должны обеспечивать максимально возможную информированность и открытость. Но точно так же должно обстоять и дело с промугацией и исполнением регулирующих норм. В то время как контролирующие органы в принципе свободны запрашивать любую информацию у «частных игроков», доведение ее до общественности должно происходить с особой тщательностью. Контролирующий орган обязан предавать гласности информацию о сделках, связанных с государственными средствами, но, возможно, не сразу, если есть опасения в отношении реакции рынка. Если информация, касающаяся вопросов собственности и собственников, ограничивается на уровне данных о компании, то вся совокупная информация должна быть открыта полностью.

Всегда, когда выполняется план по финансовому спасению предприятия, необходимо поощрять бóльшую открытость. В современных условиях информация о том, как происходит финансовое спасение/оказывается помощь, часто скрыта и неопределенна. В результате возникла неразбериха в отношении принципов, лежащих в основе проводимой финансовой реструктуризации и процесса определения терминологии. Это также усугубило неопределенность, царящую на рынке. В то время как в прошлом следовали простому принципу – «спасайте банки, а не банкиров», – при нынешнем кризисе это различие оказалось стертым во многих странах. Необходимо поставить во главу угла четкие принципы, признающие, что, хотя сами банки и имеют системное значение, этого нельзя сказать обо всех элементах структуры их капиталов. Соответствующее решение могло бы восстановить процесс привлечения капиталов – путем рекапитализации, (временной) национализации и/или банкротства (консервации) согласно «Главе 11» (Закона о банкротствах США. – *Ред.*) – самым быстрым и прозрачным способом.

Стимулирование

Таким образом, стимулирующая мотивация является ключевым элементом эффективной деятельности финансовой системы. Регулирующие органы должны удостовериться в том, что мотивация их финансовых институтов и их руководства соответствует социальным задачам финансовой системы. Никогда не будет полной возможности отслеживать и регулировать все виды деятельности, практикуемой банками, которая подвергает их самих и всю экономику неоправданным рискам. Поэтому существует настоятельная необходимость в стимулах. Понятно, что частные вознаграждения не должны быть связаны с общественными доходами. Противное означает, что существует искаженная мотивация, которая ведет к негативным последствиям.

Тот факт, что столь многочисленные компании приняли такую систему стимулирования, которая хорошо служила акционерам и другим инвесторам в краткосрочной перспективе, но очень плохо – в долгосрочной, позволяет сделать вывод о наличии серьезных упущений в корпоративном управлении. Недостатки корпоративного управления и в развитых, и в развивающихся странах давно стали признанным фактом, но не было принято никаких адекватных мер для их устранения. В то время как подобные проблемы существуют во всех секторах экономики, их последствия наиболее пагубно сказываются в финансовом секторе. Нынешний кризис дает нам возможность еще раз вернуться к этим проблемам.

Выплата огромных бонусов топ-менеджерам банков, понесшим рекордные убытки, свидетельствует о том, что «стимулирующие выплаты» совсем не связаны с тем, эффективна или нет деятельность банка, что подтверждается и анализом статистических данных. Одной из давних проблем является то, что современные системы стимулирования поощряют чрезмерные риски и недальновидное поведение. Такое стимулирование не только сыграло важную роль в возникновении кризиса, но и мешало попыткам его урегулирования. Способы решения этих проблем включают в себя необходимость таких схем стимулирующего вознаграждения, которые основывались бы на эффективной деятельности предприятия в течение длительного периода времени и выполнении им обязательства выплачивать более высокие налоги на капитал в том случае, если схемы выплат вознаграждений на этом предприятии не предусматривают ограничения чрезмерно рискованного поведения. Опционы также должны включаться в отчетность как составная часть вознаграждений – оцененная и списанная на момент предоставления или исполнения опциона. В любом случае выплаты посредством предоставления опционов могут особенно искажать мотивацию, поскольку поощряют вводящую в заблуждение практику учета и способствуют (временному) росту цен на акции. Применение на практике

иных индикаторов, чем показатели роста цен на акции, могло бы привести к созданию таких схем поощрения, которые более соответствуют социальным задачам – то есть поощряют достижения в сфере социальной ответственности бизнеса.

Когда банки становятся слишком крупными для банкротства, у них появляется стимул к чрезмерно рискованному поведению. Проблемы усугубляются в том случае, если финансовый институт считается слишком крупным для того, чтобы вообще исчезнуть с финансового рынка (по крайней мере, во время кризиса). Необходимо, чтобы государства проводили сильную антимонопольную политику, руководствуясь более действенными критериями, чем просто степень влияния на рынке. (См. ниже.)

Регулирующие органы должны проявлять особое внимание к конфликтам интересов. Например, мнения аналитиков инвестиционных банков влияют на состояние рынка, а сами эти мнения зависят, в свою очередь, от занимаемого ими положения. Также могут существовать конфликты интересов между ролями финансовых институтов, действующих как коммерческие и как инвестиционные банки. Аналогичным образом, кредитные рейтинговые агентства финансируются теми, чью деятельность они должны оценивать. Раскрытие информации должно стать первым важным шагом к решению подобных проблем.

Спонсируемые правительством частные учреждения (GSE), такие как «Фэнни Мэй» и «Фредди Мак» (Fannie Mae and Freddie Mac), которые государство либо финансирует на определенных условиях, либо гарантирует компаниям с частным акционерным капиталом и независимым управлением определенный широкий диапазон деятельности, могут оказаться наиболее трудными объектами для реорганизации, поскольку такая реорганизация должна будет устранить потенциальный конфликт интересов между топ-менеджерами, стремящимися к максимизации их собственных доходов и доходов акционеров, с одной стороны, и интересами общества в целом – с другой.

Регулирование и инновации

Одной из якобы существующих издержек, приписываемых регулированию, является сокращение объема и темпа финансовых инноваций. Но большинство недавних инноваций в финансовой системе было направлено на повышение краткосрочных прибылей финансового сектора, а не на совершенствование деятельности финансовых рынков по выполнению ими своих основных функций управления рисками и распределения капитала. Кроме того, инновации послужили одной из причин финансовой нестабильности. Действительно, с точки зрения всей экономики в целом, некоторые инновации имели крайне негативный эффект. Важно создать такие системы регулирования, которые поощряют инновации, эффективные с точки зрения экономического и социального развития, и накладывают разумные ограничения на инновации, сомнительные в социальном плане. Надлежащее регулирование может на самом деле увеличить объем позитивно значимых инноваций.

В некоторых случаях незначительные задержки с внедрением инноваций вызываются тем, чтобы лучше разобраться, позитивное или негативное влияние они окажут на экономику, или определить, отвечают ли они конкретным задачам. Такое промедление обойдется недорого, но принесет осязаемые выгоды, поскольку будет гарантировано, что продукты ненадлежащего качества не попадут на рынок и не будут использованы теми, кому они совсем не подходят.

Фактически, помимо того, что изъяны финансовых рынков, о которых говорилось выше, привели к чрезмерно рискованному и недальновидному поведению компаний и неблагоприятному использованию частных лиц, плохо разбирающихся в финансовых вопросах, они еще и послужили причиной внедрения таких «инноваций», которые вряд ли способствовали увеличению общественного благосостояния. В то же самое время не были разработаны такие стимулы, которые поощряли бы стремление к повышению общественного блага.

Непомерно разросшийся финансовый сектор, зачастую действующий в условиях отсутствия конкуренции, препятствовал внедрению таких инноваций, как введение эффективной системы электронных платежей, основанной на современной технологии связи. Не внедрялись и инновации, которые могли привести к более стабильным рынкам ипотечных кредитов, или те, которые могли повысить способность и домохозяйств, и государств управлять стоящими перед ними рисками, включая риски, связанные с домовладением, поскольку подобные инновации угрожали интересам крупных компаний. Неспособность предоставлять такие ипотечные займы, которые могли бы позволить даже средним американцам лучше справляться с рисками домовладения, теперь привели к разрушительным последствиям в глобальном масштабе.

Финансовый сектор также оказался неспособен к предоставлению таких продуктов, как облигации, привязанные к ВВП или к ценам на сырьевые товары, что способствовало бы лучшему управлению основными рисками. Попытки правительств разных стран ввести подобные продукты наткнулись на сопротивление, потому что не могли приносить достаточно прибыльный доход частным участникам рынка. Давняя проблема неспособности финансовых рынков переводить риск с развивающихся стран, которые менее способны справляться с рисками колебания валютных курсов и процентных ставок, на развитые страны, которые более приспособлены справляться с подобными рисками, до сих пор остается нерешенной.

В результате действия нерегулируемых рыночных сил появились стимулы не только к недопроизводству инновационных финансовых продуктов, способствующих решению социальных задач, но и к изобилию финансовых продуктов, не имеющих к этому никакого отношения. Существовали также стимулы к корыстной эксплуатации тех, кто не имел достаточных знаний в области финансов, и к максимизации

стоимости биржевых сделок (например, повторное рефинансирование домовладений, чрезмерные брокерские сделки за счет клиентов – так называемая «накрутка»). Посредством введения ограничений на подобные социально непродуктивные инновации более совершенное регулирование фактически может привести к росту инноваций, способствующих повышению общественного благосостояния. О некоторых сферах, особенно остро нуждающихся в инновациях, речь пойдет ниже.

Государственная политика в сфере финансов может также играть важную роль катализатора развития финансовых рынков. Частные финансовые рынки показали свою неспособность к введению инноваций, отвечающих насущным потребностям рядовых граждан. В некоторых случаях после того, как будет создан потенциальный рынок таких инноваций, его можно будет передать частному сектору. Подобные инновации весьма важны как в национальном, так и в международном масштабе, в частности, с точки зрения совершенствования распределения рисков между развивающимися и развитыми странами.

Границы сферы действия финансового регулирования

Традиционно регулирование дифференцировалось в зависимости от институциональных форм – банки, работающие с вкладами (населения), регулируются иначе, чем небанковские финансовые учреждения. Страховые продукты регулируются страховыми регулирующими органами, но деривативы, такие как дефолтные свопы (по неисполненным кредитам), обладающие теми же качествами, что и страховые продукты, не регулируются вовсе. Это представляется скорее наследием прошлого, чем аналитическим подходом к регулированию. Кроме того, это порождает уязвимость по отношению к регулятивному арбитражу и явно нуждается в совершен-

ствовании. Регулирование должно быть всеобъемлющим, его границы определяются экономическими функциями финансовых институтов, а не их наименованием или местонахождением.

Регулирование должно охватывать все соответствующие институты и инструменты. Определяя границы регулирования, необходимо принимать во внимание согласованность действий различных регулирующих структур. Регулирующие органы должны безупречно координировать свою деятельность, которая не должна наталкиваться на барьеры и должна охватывать как внутренние, так и международные рынки капиталов, рынки ценных бумаг и учреждения, работающие с вкладами. Если регулирование не будет всеобъемлющим и скоординированным, то появится опасность регулятивно-арбитражных сделок, тяготеющих к слабо регулируемым рынкам или к юрисдикциям с наиболее благоприятным для подобных сделок регулированием. Всеобъемлющие системы регулирования должны отдавать предпочтение системно значимым видам деятельности, институтам и инструментам. Все они должны находиться под контролем, даже если степень их регулирования различается в зависимости от их системной значимости.

Однако не существует гарантий того, что все виды деятельности, подвергающие финансовый сектор и всю экономику чрезмерным рискам, будут адекватно контролироваться и регулироваться. Следовательно, регулирующие органы должны будут обратить особое внимание на создание правильных стимулов (включая укрепление финансовой ответственности, означающее, что ошибки в управлении рисками намного реже будут негативно сказываться на третьих лицах) с тем, чтобы ограничить слишком рискованные виды деятельности и уменьшить масштаб их пагубных последствий.

На международном уровне всеобъемлющее регулирование должно исключить такие ситуации, когда национальные

финансовые системы могли бы ощущать негативное воздействие других государств, неспособных ввести у себя эффективное регулирование. В то же время необходимо учитывать тот факт, что стандарты регулирования не должны стать своего рода уловкой развитых финансовых центров, препятствующей конкуренции с тем, чтобы удержать свои монопольные позиции, частично завоеванные ранее в конкурентной борьбе в области регулирования и налогообложения. (Далее на эту тему см. ниже.)

В более широком плане, регулирующим органам следует обратить особое внимание на финансовые институты, в отношении которых государство несет определенные риски либо из-за его спасения, либо из-за предоставления (скрытых или явных) страховых гарантий по вкладам. Недавний опыт должен со всей очевидностью показать, что любой институт может быть системно значимым. Действительно, тот факт, что некоторые институты оказались слишком крупными для финансовой реструктуризации, означает, что защита была предоставлена не только самому институту, но и его акционерам и другим кредиторам. Это предполагает еще более высокий уровень контроля над такими институтами. Должны существовать четкие принципы определения того, какие факторы следует считать системно значимыми: превышение заемного капитала над собственным, размер, задолженность мелким инвесторам и/или степень корреляции с другими видами деятельности. Регулирующие органы должны иметь всеобъемлющую компетенцию. Также должна быть дана четкая оценка того, имеет ли концепция «слишком велик для исчезновения с финансового рынка» право на существование и если да, то какие принципы должны определять, действительно ли тот или иной финансовый институт слишком велик для того, чтобы была прекращена его деятельность. Регулирование должно осуществляться постоянно, на повседневной основе и в то же время на долгосрочную перспективу.

Пруденциальное регулирование на микро- и макроуровнях

Пруденциальное регулирование на микроуровне, направленное на защиту потребителя, должно распространяться на все финансовые институты, причем особое внимание следует уделять защите потребителей «из группы риска», не обладающих знаниями в сфере финансов. Разумное регулирование на макроуровне должно сосредоточиться на ключевых компонентах системных рисков: леверидже, банкротстве крупных разветвленных институтов, системно значимой деятельности и инструментах и их взаимодействии с экономическим циклом. Оба вида пруденциального регулирования, как на микро-, так и на макроуровнях, должны обращать особое внимание на потенциальные риски, которые берет на себя государство, обеспечивая явные или скрытые гарантии страхования вкладов. Регулирование финансовых институтов, играющих основную роль в системе расчетов, должно быть более строгим, например, при помощи ограничения рискованных операций или установления нормативов достаточности капитала. Иногда высказываются мнения, что дифференцированное регулирование может привести к нарушению должного функционирования финансовой системы из-за скрытого субсидирования тех институтов, которые не подпадают под соответствующее регулирование. Ограничение определенной чрезмерно рискованной банковской деятельности не означает, что не будет управления рисками; это просто говорит о том, что оно не будет сопровождаться скрытым субсидированием, связанным с нежелательной возможностью спасения государством того или иного института. (См. ниже.)

Целью пруденциального регулирования на макроуровне является снижение цикличности финансовых рынков и уменьшение ее пагубных последствий для реальной экономики. Добиться этого можно путем включения эффекта действия макроэкономических переменных величин (изменения тем-

пов роста, курсов валют, процентных ставок) в финансовые риски, устраняя, в частности, возможность аккумуляции системных рисков и меняя важнейшие составляющие регулирования для борьбы с цикличностью и предотвращения кредитных бумов и последующего обвала кредитных рынков.

Спад, следующий за чередой кредитных бумов и банковских кризисов, чаще бывает более глубоким и длительным, чем спад в реальном секторе экономики. Это должно служить еще одним доводом в пользу такого регулирования, которое было бы нацелено на сокращение тех ошибок финансового рынка, которые тесно связаны с экономическими циклами подъемов и спадов. Успешное финансовое регулирование должно, таким образом, не только обеспечивать безопасность и устойчивость конкретных институтов, но также укреплять и стабильность макроэкономики.

Поэтому регулирование должно поставить в центр своего внимания те институты, судьба которых наиболее вероятно будет иметь системную значимость, то есть крупные институты с наибольшей долей заемных капиталов. Но опыт последнего и предыдущих кризисов показывает, что очень трудно определить, крах каких институтов будут иметь системные последствия, а значит, весьма важно осуществлять постоянный контроль за всеми видами деятельности, институтами и инструментами. Поэтому регулирование на макроуровне не должно ограничиваться лишь банковскими учреждениями. Это особенно важно, если принять во внимание тенденции и стимулы участников финансовых рынков прибегать к регулятивно-арбитражным сделкам, которые ведут к созданию так называемой «теневой банковской системы» с параллельно выстраиваемой «теневой системой страхования». При этом всегда следует обращать особое внимание на те аспекты деятельности финансового сектора, которые оказывают существенное влияние на реальную экономику. Прежде всего речь должна идти о защите системы платежей и об обеспечении кредитных потоков.

Финансовые инструменты должны регулироваться в том случае, если их использование может нанести вред потребителям из группы риска, налогоплательщикам или подвергнуть системным рискам налогоплательщиков и экономику в целом. Такое регулирование может осуществляться Комиссией по безопасности финансовых продуктов, которая оценивает для индивидуальных потребителей безопасность и целесообразность различных финансовых инструментов, а также практики их применения. Другой возможной альтернативой является создание государствами в рамках национальных систем регулирования соответствующих органов, специализирующихся на защите потребителя. Важно признать, что надежные на первый взгляд инструменты могут привести к плачевным последствиям, если изменить характер их применения; например, инструменты, используемые в сфере хеджирования и страхования, могут использоваться и в спекулятивных целях. Следовательно, надежность финансового продукта должна оцениваться не только с точки зрения удовлетворения потребностей рядовых потребителей, но и с точки зрения их воздействия на системно значимое поведение. Критерии безопасности и надежности должны постоянно корректироваться в зависимости от существующей практики и ее влияния на «безопасность» продукта. Хотя особое внимание должно уделяться одобрению продуктов, которые будут использоваться потребителями «группы риска», нельзя забывать о том, что все потребители нуждаются в определенной защите. Многие продукты, выпущенные на рынок американскими финансовыми учреждениями, были такими сложными, что, кажется, даже их создатели полностью не осознавали всех заложенных в них рисков.

Регулирование должно быть динамичным, поскольку инструменты, которые вначале кажутся надежными, могут стать опасными при изменении их применения или просто при их более частом использовании. Другие инструменты могут вначале показаться чрезмерно рискованными при

определенном применении, но, когда осваиваются с их сложностью, осознают сопряженные с ними риски и принимают соответствующие ответные меры, или их безопасность проявляется на менее регулируемых рынках, они могут быть одобрены для определенного применения на более регулируемых рынках. Важной частью контроля является постоянный мониторинг и анализ всех инструментов, институтов, рынков и поведения, причем те из них, которые имеют системное значение, должны контролироваться с особой тщательностью.

Более того, финансовые институты будут пытаться обойти регулирование. Регулирующие органы должны быть особенно внимательны к постоянным попыткам использования регулятивного арбитража и других способов обойти контроль, включая создание специальных сугубо коммерческих механизмов, позволяющих проводить операции без оформления соответствующих документов. Применение регулирующих механизмов, по определению, ведет к сокращению прибылей, поскольку ограничивает потенциально прибыльные операции. Тот факт, что механизмы регулирования можно обойти, не может служить аргументом в пользу их отмены, точно так же, как и уход от налогов не может быть аргументом в пользу отмены налогообложения. Тот факт, что компании всегда стараются изобрести способы обхода регулирования, означает, что государства должны рассматривать регулирование как динамический процесс. Кроме того, это говорит о том, что регулирование должно иметь такую юридическую основу, которая предоставляет регулирующим органам широкие возможности действовать в интересах всего общества.

Обособление

Хотя дифференцированное регулирование участников финансового рынка в зависимости от их опыта, способности брать на себя риски и последствий их возможного краха

может иметь место, необходимо также признать, что на финансовых рынках трудно создать непроницаемые перегородки между тщательно регулируемыми участниками, рискованное поведение которых может иметь системную значимость, и теми, кто не относится к их числу. Например, по всей видимости, всегда будут существовать взаимозависимость на кредитных рынках. В результате этого регулирующие органы, учитывая также и глубину финансового кризиса, могут быть вынуждены прибегнуть к процедуре финансового спасения критически взаимосвязанных участников рынка с тем, чтобы защитить интересы наименее опытных участников и избежать системных потрясений. Хотя, конечно, с точки зрения «бюджетной эффективности» типичным является прямое предоставление средств тем, кто должен быть спасен именно в силу своей системной значимости.

С тем, чтобы предотвратить распространение проблем из нерегулируемого сектора в регулируемые в условиях, когда государство не регулирует должным образом все финансовые институты, менее регулируемый сектор должен быть изолирован, по крайней мере, до определенной степени, а связи с более регулируемым сектором должны разумным образом контролироваться. Правительства должны осознавать опасность распространения нежелательных явлений из одной части финансовой системы на другие. Следовательно, чем тщательнее и шире регулирование, тем более интегрированной (менее сегментированной) будет финансовая система.

Преимущества диверсификации крупной интегрированной компании или рынка могут быть сведены к нулю в результате риска распространения негативных явлений, по мере того, как проблемы в одном секторе экономики начинают выходить за его пределы. По всей видимости, именно так обстояло дело в условиях нынешнего кризиса, особенно на рынке недвижимости. Если бы ипотечными сделками зани-

мались в основном специализированные учреждения, можно было бы предотвратить дальнейшее обострение проблем, как это было в 1980-х гг. в США во время ссудно-сберегательного кризиса.

Кроме того, разрешение заниматься чрезвычайно рискованной деятельностью в рамках регулируемых депозитных учреждений создает неравные правила игры в результате потенциальной возможности субсидирования, так как некоторые могут рассчитывать на субсидирование в случае возможного краха. Такие перекосы стали особенно очевидными во время текущего кризиса. Ко всему прочему, в таких условиях и государственные финансы подвергаются большим рискам. (Об этом еще пойдет речь ниже.)

ПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ НА МАКРОУРОВНЕ

Как отмечалось выше, основной целью пруденциальной политики на макроуровне является укрепление стабильности макроэкономики, особенно снижение цикличности функционирования финансового сектора и его влияния на экономику. Ключевым инструментом здесь должно стать антициклическое регулирование, но и меры, направленные на увеличение диверсификации финансовых посредников, также могут способствовать укреплению стабильности экономической системы. И, наконец, ряд проблем относится к управлению циклической моделью движения капиталов, особенно влияющей на развивающиеся страны, и к той роли, которую в укреплении финансовой стабильности может сыграть регулирование баланса движения капиталов. Эти проблемы будут рассмотрены ниже в данной главе в их связи с международными вопросами.

Антициклическое регулирование

Циклы развития кредитных рынков имеют давнюю историю, одним из примеров которой является переживаемый ныне кризис. Во время подъема надбавки за риск снижаются, а кредитование увеличивается, в основном за счет залогового обеспечения, стоимость которого возрастает по мере увеличения кредитования. Во время нынешнего кризиса по мере того, как ускорялся темп роста цен на недвижимость и вместе с тем увеличивалась опасность обвала рынка, банки и другие кредитные учреждения понижали уровень предоставления заемных средств. В настоящее время имеются убедительные доказательства существования этой постоянно повторяющейся модели поведения, из чего следует сделать вывод о том, что регулирующие органы должны более чутко «держат нос по ветру». Антициклическое регулирование может стать важной частью экономической стратегии, направленной на стабилизацию экономики.

Существующие нормативы достаточности капитала фактически оказали нежелательный эффект на стабильность экономики и способствовали ее (про) циклическому развитию. Когда экономика начинает переживать спад и банки испытывают нехватку резервов для покрытия рисков, накопленных за время подъема, банковский капитал сокращается из-за совокупных потерь, и банк либо вынужден изыскивать новые средства в неблагоприятное для этого время, либо сокращать кредитование. Слишком часто последнее становится единственным выбором. Если в подобную ситуацию попадает множество институтов, результатом будет крушение кредитного рынка, что еще больше углубит экономический спад.

Меняющиеся нормативы достаточности капитала и резервов, поднимающие и опускающие планку в зависимости от делового цикла, являются лучшим механизмом антициклического пруденциального регулирования. Такие антицик-

лические нормативы могут основываться на простых правилах, которые предусматривают, например, повышение уровня капитала по мере увеличения темпов роста активов банка или особо рискованных активов. Нормативы резервирования автоматически гарантируют, что банк будет сохранять больше резервов по мере увеличения кредитования. Такие нормативы действуют еще и как «лежащий полицейский», помогая самортизировать бум на рынке кредитов и уменьшая вероятность того, что за ним последует спад. Как будет указано ниже при анализе трансграничных потоков капиталов, нормативы счета движения капиталов, направленные на сокращение притока капиталов во время подъемов, могут играть аналогичную роль в государствах, экономика которых подвержена циклическому движению капиталов.

Различные степени риска, используемые в качестве определения стандартов достаточности капитала, могут иметь и сильный стимулирующий эффект. Регулирующие органы должны помнить о возможных диспропорциях в распределении капиталов, если нормативы достаточности капитала и резервирования не будут соответствовать страховочным рискам. Необходим тщательный контроль и постоянный пересмотр нормативов. Должен быть установлен обязательный максимальный норматив достаточности капитала в качестве дополнения к правилам учета, что позволит адекватно оценивать связанные с этим риски посредством статистического метода учета, который лучше, по сравнению с традиционными методами бухгалтерского учета, просчитывает возможные будущие потери.

При существующих практиках бухучета, не позволяющих осуществлять статистический учет резервов, антициклическому нормативу достаточности капитала как мере по борьбе с цикличностью следует отдать предпочтение. Если бы допускался статистический учет резервов, можно было бы предпочесть его, поскольку он следует традиционному принципу: резервы должны покрывать ожидаемые потери,

тогда как капитал должен покрывать и непредвиденные расходы. Этого можно было бы добиться, как в Испании в 2000 г., заставив финансовые институты создавать резервы, эквивалентные ожидаемым потерям по различным кредитам, на весь период делового цикла исходя из прошлого опыта. Этот принцип также признает, что риск возникает в момент фактического предоставления кредита, а не тогда, когда по нему не платят (или ожидают, что не заплатят). Однако на практике антициклические нормативы достаточности капитала и резервирования можно было бы использовать в качестве дополнений, поскольку потери по кредитам всегда таят в себе элемент неожиданности. Кроме того, требования ликвидности могут играть вспомогательную роль, особенно если они подлежат правилам антициклического регулирования.

Регулирование и особенно пруденциальное регулирование на макроуровне может оказать такой же эффект на кредитование, как и операции на открытом рынке или иные интервенции со стороны центрального банка. В качестве примера того, как можно сочетать пруденциальное регулирование на макро- и микроуровнях, можно посоветовать регулирующим органам и центральным банкам по взаимному соглашению установить ежегодный коэффициент роста банковских кредитов и зафиксировать диапазоны, выше которых банку может быть предъявлено требование увеличить уровень достаточности собственного капитала или резервирования, а ниже которого может быть разрешено понизить эти уровни. Сами эти диапазоны можно было бы изменять таким образом, чтобы они помогали стабилизировать экономику.

Если бы действовали изменяемые нормативы достаточности капитала, масштаб бума, предшествовавшего кризису, и последствия его неизбежного краха были бы смягчены. Тем не менее, соответствующий норматив пруденциального регулирования на макроуровне относительно коэффициента роста объема банковских кредитов еще более склонял бы банки скрывать свои собственные кредиты во внебалансовых инст-

рументах, таких как скрытые каналы перевода средств и особые инвестиционные механизмы (SIV). Нормативы должны предотвращать подобные ситуации, распространяя свое действие и на все сугубо рыночные коммерческие инструменты на консолидированной основе.

Ряд пруденциальных нормативов на микроуровне может иметь макропруденциальный эффект. Например, во время подъемов возрастающее соотношение суммы кредита к стоимости обеспечения для ипотечного залога и более высокие месячные выплаты по непогашенным задолженностям на кредитных картах помогают сокращать чрезмерный рост таких видов кредитования. Также можно повышать и нормативы обязательного резервирования в секторах, переживающих кредитный бум. И, как будет более подробно показано ниже, регулирование дисбаланса активов и пассивов в сфере кредитования также может стать важным инструментом уменьшения кредитных рисков в странах с циклическим движением капиталов.

Преимущества диверсификации

Регулирование должно больше сосредоточивать свое внимание на способности финансовой системы в целом выдерживать риски и распределять их в те сектора, где с ними могут лучше всего справиться, а не концентрировать все усилия исключительно на рисках отдельных компаний. Риски касаются не только активов, а еще и того, как обеспечиваются активы и как они используются. Управление системными рисками должно включать оценку обеспечительной ликвидности.

Финансовая стабильность и ликвидность требуют диверсификации действий и мнений. Если все компании будут действовать единообразно (например, пытаться продать одинаковые активы в одно и то же время), рынки могут продемонстрировать крайнюю степень волатильности. Поэтому

важно, чтобы регулирующие органы делали все необходимое для поддержания естественного разнообразия, особенно повышая транспарентность, общие стандарты учета и расширяя сферу регулирования.

Преимущество диверсификации является еще одним доводом в пользу возвращения к более специализированным, менее сложным институтам и сегментации рынков и, возможно, к банковскому обслуживанию сферы «общественных услуг» в деятельности основных финансовых институтов, работающих с вкладами, и регулируемого профилирования институтов на сферу обслуживания мелких вкладчиков, сферу долгосрочных сберегательных вкладов и сферу крупных инвестиций. Каждый вид деятельности должен регулироваться таким образом, чтобы не допустить рисков, которыми невозможно управлять². В качестве альтернативы равным образом можно ввести специальное регулирование относительно разных видов финансовой деятельности, предпринимаемой в рамках единой банковской структуры или филиалов банковской холдинговой компании.

² В США нормативное сегментирование, введенное в 1933 г. Банковским Актом Гласса-Стигалла, последовательно сводилось к нулю в период с 1980 по 2000 гг. и было формально прекращено в 1999 г. Актом о финансовой модернизации Грэмма-Лича-Блайли. Согласно этому акту банкам и другим финансовым институтам разрешалось смешивать ценные бумаги клиента и брокера, заниматься страхованием и операциями с ценными бумагами в рамках холдинговой компании. В то время те, кто поддержал подобное законодательство, делали упор на преимущества диверсификации и способность конкурировать с иностранными институтами, которым разрешалось совмещать эти виды деятельности в рамках одного института. Некоторые опасения высказывались в отношении конфликта интересов между различными подразделениями одного учреждения, а также относительно смещения рискованной деятельности с основным направлением банковской деятельности как платежной системы и сохранности вкладов. Группа 30 под руководством Пола Волкера в своем докладе «Финансовая реформа: Основа для финансовой стабильности» в январе 2009 г. призвала к установлению «новых ограничений на объем и виды рискованной деятельности» тех институтов, которые несут основную ответственность за поддержание должного функционирования финансовой инфраструктуры.

Достоинство дифференцированных нормативных механизмов и стандартов для разных типов финансовых институтов необходимо защитить от рисков регуляторного арбитража. С этой целью следует установить системный контроль за всей финансовой системой, чтобы свести к нулю возможность распространения регуляторного арбитража.

ВОПРОСЫ ПРУДЕНЦИАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ НА МИКРОУРОВНЕ

Ограничение практики чрезвычайных рисков

Очевидно, что банки начали заниматься неоправданно рискованной деятельностью. У них образовались чрезмерные превышения заемного капитала над собственным, кроме того, они совершали сделки с высокорискованными дефолтными свопами, не производя адекватной оценки риска неисполнения обязательств своими контрагентами. Сделки с низкокачественными ипотечными закладными и ценными бумагами со сложной структурой, основанными на этих закладных, сделали банки уязвимыми к рискам, которые они не смогли полностью оценить.

Кризис наглядно показал риски, связанные с чрезмерным превышением заемного капитала над собственным. Они позволяют получать больший доход на капитал в условиях, когда рынки переживают подъем, но приводят к огромным убыткам, когда начинается спад. Если у финансового института соотношение заемного и собственного капитала 30:1, то всего лишь трехпроцентное снижение цены активов сводит к нулю всю стоимость собственного капитала.

Нереалистичные рыночные ожидания доходности капитала – часто в размере 20% в год, типичны для ситуации напряженного рынка, имевшей место перед кризисом. Такой доход можно получать лишь в условиях, когда: а) отсутству-

ет конкуренция или б) принятия на себя огромных рисков. Поэтому подобные доходы в финансовом секторе должны тщательно отслеживаться и контролироваться. Если они получены в результате недобросовестной конкуренции, необходимо принимать серьезные антимонопольные меры (см. ниже). Если же они получены в результате чрезмерно рискованных операций, базирующихся на возможности получения государственных гарантий, то в этом случае они должны быть полностью запрещены регулирующими органами.

Степень риска, связанного с любой конкретной деятельностью, может зависеть от фазы делового цикла. Тот же самый коэффициент соотношения кредит/зalog в ситуации появления на рынке финансовых «пузырей» представляет собой больший риск, чем в более спокойное время. Это является еще одним доводом (помимо экономической стабильности) в пользу обеспечения антициклической достаточности капитала и/или нормативов обязательного резервирования, о чем шла речь в предыдущем разделе.

Регулирующие органы не должны, однако, полагаться лишь на стандарты достаточности капитала, даже учитывающие цикличность и возможные риски. Одной из причин этого является то, что подобные ограничения могут фактически побуждать брать на себя большие риски, поскольку, в то время как у компании может оказаться подвержено рискам большее «состояние», банк рискует снижением прочности своих рыночных позиций; поэтому банк меньше теряет в борьбе за выживание.

Регулирующим органам следует также быть внимательными по отношению к стимулирующим поощрениям топ-менеджеров и к вопросу о том, кто несет ответственность за неудачи. Это особенно важно в условиях текущего кризиса, когда государства выделили банкам значительные средства, но не учредили за ними надлежащего контроля. Хотя капитал, предоставленный государством, увеличивает способность банков противостоять потрясениям, это в гораздо меньшей

степени может влиять на стимулирование руководства, так как оно сосредоточивает свое внимание на частных акционерах или даже на собственных интересах. Так, например, когда правительство США увеличило объем субсидирования в виде привилегированных акций, банки использовали эти средства частично для выплаты бонусов и дивидендов, а также для выкупа собственных акций, даже несмотря на то, что подобные действия значительно повышали риск появления проблем в будущем.

Адаптация к рискам может также привести к дискриминации развивающихся стран и способствовать системной нестабильности. Согласно 1-му Базельскому соглашению краткосрочное кредитование рассматривается как менее рискованное по сравнению с долгосрочным; предоставление кредитов развивающимся странам, даже тем из них, которые имеют достаточно стабильную экономику, — как более рискованное, чем кредитование развитых государств. Эти поправки привели в результате к явному предпочтению краткосрочного кредитования развивающихся государств, что явилось одной из причин кризиса 1997–1998 гг.

Правительства, особенно правительства развивающихся стран, возможно, захотят рассмотреть возможность других ограничений, таких как количественные ограничения и/или более высокие нормативы обязательного резервирования в отношении той доли банковских авуаров, которая может уйти в сферу спекулятивной деятельности, к примеру на сделки с недвижимостью. Это может привести не только к большей стабильности, но и обеспечить больший приток долгосрочных инвестиций в инфраструктуру или сферу занятости.

Экономика государств, разрешающих банкам владеть простыми акциями, очевидно, более неустойчивая, так как неожиданное падение биржевых котировок может привести к сокращению рынка кредитования. Поэтому, если банки инвестируют в простые акции, необходимо особое, тщательно разработанное регулирование.

Некоторые проблемы в условиях прежних кризисов вызывались несовпадением валютных активов и пассивов. Регулирующие механизмы должны устанавливать строгие лимиты на необеспеченные валютные риски. Следует уделять внимание также и косвенным валютным рискам, т.е. займам компаниям, деятельность которых связана с валютными рисками. Поскольку такого рода риски связаны с цикличностью экономического развития, эти механизмы могут играть важную роль в корректировке макроэкономической нестабильности и рассматриваться в качестве элемента макропруденциального регулирования.

Аналогичным образом должны существовать ограничения на сделки по свопам, страховым продуктам и иным деривативам, не связанным с хеджированием или смягчением рисков. Следует запретить банкам, при наличии у них явных или скрытых государственных гарантий, всякую деятельность, которая может привести к значительным рискам – как индивидуальным, так и системно значимым.

Государства, которые разрешают своим банкам увеличивать баланс активов несоразмерно объему национальной экономики, столкнутся с трудностями при выполнении своих гарантий по спасению банков в случае их краха или же смогут спасти их огромной ценой – за счет всего общества. Поэтому необходимо либо 1) создать глобальный фонд страхования вкладов, финансируемый посредством взимания с банков комиссионных отчислений или налогообложения всех трансграничных вкладов и поддерживаемый правительствами вкладчиков, либо 2) владельцы вкладов в иностранных банках, официально не застрахованных в принимающих государствах, должны признать, что их вклады не застрахованы. Предоставление принимающим государством страхования вкладов должно распространяться исключительно на дочерние компании иностранных банков с собственными активами при строгих ограничениях на перевод капиталов холдинговым компаниям и тщательном контроле со стороны регулирующих органов принимающей стороны.

Регулирование рынков ценных бумаг

Банки являются лишь частью современной финансовой системы, и многие небанковские операции на рынке ценных бумаг внесли свой вклад в нынешний кризис. Чрезмерная волатильность рынков ценных бумаг может оказывать негативный эффект на всю финансовую систему.

Секьюритизация способствовала диверсификации рисков и доступу к новым источникам финансирования. Но она также привела к новой асимметрии в предоставлении информации и неадекватному поведению инвесторов, неспособных нести риски или дать им правильную оценку по причине того, что они не обладают соответствующей информацией о базовых финансовых инструментах, известных их «изобретателям». Рынки, регулирующие органы и типовые модели, используемые банками, кредитными рейтинговыми агентствами и инвесторами для оценки рисков, переоценили преимущества диверсификации рисков и недооценили издержки информационной асимметрии и стадного поведения инвесторов.

Секьюритизация привела также к новым проблемам в сфере реструктуризации долгов, которые уже наметились в ответ на трудности, возникшие раньше – во время кредитных кризисов в конце XX века. Значительно легче было реструктуризировать государственные долги во время латиноамериканского кризиса 1980-х гг., чем в период азиатского и латиноамериканского кризисов конца 1990-х гг. и в начале нового тысячелетия. В условиях нынешнего кризиса реструктуризация осложняется прямыми ограничениями, предусмотренными установленными ценными бумагами, которые были выпущены на рынок (предположительно для завоевания большего доверия к этим бумагам). Еще ряд проблем возник из-за сложных конфликтов интересов – там, где интересы поставщиков услуг, номинально ответственных за реструктуризацию, могут не совпадать с интересами держателей

ипотечных закладных, а интересы обладателей первичной ипотеки – с интересами владельцев вторичной. Кроме того, поставщики услуг часто находятся в собственности тех, кто владеет вторичной ипотекой. Эти сложности реструктуризации дорого обходятся обществу, что становится взрывоопасно во время экономического кризиса, но что сторонники секьюритизации никак не могут полностью осознать.

От них следует потребовать сохранять, по крайней мере, 10% акций от каждого выпуска, размещение которого они гарантируют. Это может уменьшить возможности будущей секьюритизации, но будет способствовать существенному сокращению рисков, связанных со структурными продуктами, и установлению более высоких стандартов кредитования и его обеспечения.

Регулирование кредитных деривативов и свопов

Поскольку дефолт большой корпорации может иметь намного больше последствия в кредитно-денежной сфере, чем размер его долговых обязательств, для кредиторов не будет излишней предосторожностью застраховать риски дефолта компании, которые касаются ее поставщиков, дилеров, пенсионеров, местных магазинов, которыми пользуются сотрудники компании, и т.п., поскольку непогашенная стоимость дефолтных свопов (CDS) может превышать обязательства прямых кредиторов. Однако большой рынок CDS, особенно в отсутствие централизованной расчетной палаты или регулируемой биржевой торговли ценными бумагами, может привести к системно значимым последствиям. Как было показано в случае с AIG, крах одного института может иметь «эффект домино», и будет трудно полностью оценить риски контрагентов.

Поэтому регулирующие органы должны быть наделены полномочиями требовать при совершении любых сделок

с CDS (как в отношении каждой, так и в целом), которые они считают системно значимыми, выполнения ряда условий, включая регистрацию, централизованные расчеты и, в случае существования определенного риска, дополнительное обеспечение и достаточность капитала.

Когда существует явная опасность внебиржевых сделок (OTC) с CDS, как отмечалось выше, принципы рыночной дисциплины требуют раскрытия разницы между куплей и продажей, чтобы рынок мог оценить риски контрагентов. Раскрытия всей совокупности рисков недостаточно, в частности, из-за того, что детали заключенных контрактов могут означать, что нетто-позиции в действительности определены не полностью. Таким образом, в то время как регулирующий орган должен отдавать предпочтение биржевым инструментам, а не инструментам OTC, даже если последние разрешены, необходимо также обеспечить надлежащую прозрачность операций в форме предписанного и регулярного отчета перед регулирующим органом, а обобщенную информацию следует предавать гласности таким способом, какой регулирующие органы сочтут адекватным.

Всеобъемлющее регулирование предполагает применение эквивалентного режима регулирования к эквивалентным инструментам. Так, например, поскольку CDS эквивалентен страховому договору, он должен подлежать эквивалентному режиму регулирования.

Защита инвестора и доступ к рынку

Грабительское кредитование и ростовщичество

Регулирование грабительского кредитования является главной задачей защиты потребителей и инвесторов, но, как показал нынешний кризис, это также входит и в сферу управления рисками. Выступавшие за отмену ограничений на взимание

грабительских комиссионных объясняли это тем, что она поощряет рискованное поведение. Но это привело к чрезмерным рискам и злоупотреблениям по отношению к плохо информированным заемщикам. Чрезмерно высокий доход, получаемый такими кредиторами, способствовал искусственному раздуванию финансового сектора.

Рынок низкосортных ипотечных кредитов был одним из примеров грабительского кредитования, но существовала и другая порочная практика. Регулирующие органы должны проявлять бдительность к разным уловкам, на которые способны недобросовестные участники рынка, например, кредиты на аренду бытовых товаров с правом выкупа (rent-to-own) и однодневные кредиты (payday)³.

В последние годы особенно часто нарушались нормативы пользования кредитными картами. Частично подобная практика процветала из-за отсутствия добросовестной конкуренции, что позволяло получать на рынке высокие доходы, о которых речь шла выше. Более того, порочная практика в сфере кредитования, ведущая к получению необоснованно высоких прибылей кредиторами, приводит к чрезмерной задолженности домохозяйств. Тяжелое положение плохо информированных заемщиков усугубляется еще и тем, что кредиторы прибегают к помощи посредников-коллекторов, которые используют нерегулируемые и часто незаконные способы возвращения кредитов. В некоторых странах вводятся меры по предотвращению подобного грабительского поведения, например, кредитные договоры на кабальных условиях считаются ничтожными.

³ Кредит на аренду с правом выкупа (rent-to-own loan) позволяет получить бытовые товары под низкий еженедельный или ежемесячный (автоматически) самовозобновляющийся платеж без уплаты первоначального взноса и без какой-либо проверки кредитоспособности клиента. Такой кредит предусматривает возможность выкупа товара. Однодневный кредит (payday loan) представляет собой денежную ссуду под чрезвычайно высокий процент, который обеспечивается персональным чеком заемщика в пользу кредитора и покрывается на следующий день новым чеком заемщика.

Даже когда кредитная практика не носит явно грабительского характера, ипотека и другие финансовые продукты могут оказаться чрезвычайно рискованными или слишком дорогими для рядового заемщика. Важной функцией комиссии по безопасности финансовых продуктов или другого аналогичного органа в рамках более широкой системы регулирования должна стать оценка надежности и адекватности финансовых продуктов для частных потребителей в различных ситуациях.

Регулирование доступа к рынку финансовых услуг

Финансовое регулирование может и должно использоваться также для изменения тех моделей кредитования, которые приносят разный доход обществу и частным лицам. Оно может облегчить приход прямого кредитования в общественно значимые секторы и сократить размеры кредитования там, где частная выгода идет в ущерб интересам общества.

Например, многие страны ввели у себя правила, запрещающие дискриминацию по расовым и этническим принципам, и приняли законодательные акты, поощряющие кредитование тех групп населения, чей уровень обеспечения этими услугами недостаточен. В других странах обязанность кредитора обслуживать эти сегменты общества сыграла важную роль и в долгосрочной перспективе даже оказалась прибыльной. Несмотря на то, что на развивающиеся страны оказывалось давление с целью отмены подобного регулирования, Акт о реинвестировании в общественных целях, принятый в США, фактически является примером успешной практики в данной сфере. Поскольку информация находится в центре банковской деятельности, важным инструментом развития могут также стать требования учреждения банками своих отделений в недостаточно охваченных финансовыми услугами районах государства. Отрицательные и положительные аспекты «приоритетного» кредитования могут особенно явно проявляться при наличии у этой услуги широкой базы, когда

у частного сектора появляется сильнейший стимул к изысканию наиболее выгодных коммерческих возможностей в пределах обусловленных ограничений.

Регулирование, касающееся направления кредитования, может применяться и для реализации макропруденциальных задач. В то время как кредитование сектора недвижимости может обеспечить ряд преимуществ социального плана, оно еще и может служить постоянным источником чрезмерного разрастания кредитного рынка и образования на нем «пузырей» раздутых активов. Следовательно, необходимо установить ограничения кредитования в секторе недвижимости, в частности ограничение отношения суммы кредита к стоимости его обеспечения при оформлении ипотечного займа. Подобные ограничения должны носить антициклический характер, то есть расширяться в период подъема и сокращаться во время спада.

Ограничение кредитования, например, в секторе недвижимости, может также стать важным инструментом, способствующим направлению кредитования в другие секторы. Подобные ограничения повышают стабильность, способствуют развитию и созданию новых рабочих мест. Это та сфера, где инструменты регулирования должны действовать в сочетании с другими инструментами финансовой политики. (См. об этом ниже.)

Регулирование в сфере конкуренции

Политика в области конкуренции является одной из сфер, где государственное регулирование применяется ко всем секторам экономики, включая финансовый, — но именно в этом секторе недостатки такого вида регулирования могут сказаться особенно остро и обойтись очень дорого.

Неспособность проводить антимонопольную политику привела к чрезмерно высокой концентрации в финансовом

секторе. Факт недостаточной конкуренции очевиден, когда прибыль непомерно велика, а комиссионные вознаграждения чрезвычайно высокие. Это ощущается и в других сферах антимонопольной политики и, что особенно важно в данном контексте, — в ненормальном росте банков, которые становятся слишком крупными для банкротства.

Еще бóльшую тревогу вызывают заявления некоторых государств, что определенные банки слишком велики для финансовой реструктуризации. Они аргументируют это тем, что любое прекращение деятельности банка, влекущее за собой убытки акционеров или держателей облигаций, вызовет такое волнение на рынке и/или подорвет способность банков привлекать капитал в будущем, что понесенный ущерб превысит выгоду. В подобных ситуациях за финансовую реструктуризацию расплачиваться приходится в основном налогоплательщикам. Именно они предоставляют средства, которые в другое время поступали бы от акционеров или держателей облигаций. Финансовая реструктуризация по своей природе близка к игре с нулевым балансом, поскольку означает, что, если убытки акционеров и держателей облигаций уменьшаются, потери налогоплательщиков увеличиваются на соответствующую сумму.

У таких институтов будет не только искаженная мотивация в отношении чрезвычайно рискованного поведения, поскольку они знают, что в случае неудачи за их потери расплатится государство. Помимо этого, скрытые субсидии, предоставляемые таким институтам, приведут еще и к диспропорциям на рынке. В условиях сложившейся в настоящее время практики крупные банки, зная, что они слишком велики для банкротства или финансовой реструктуризации, обладают необоснованным конкурентным преимуществом перед более мелкими банками именно из-за такого скрытого страхования.

Одной из первоначальных побудительных причин принятия антимонопольного законодательства была опасность чрезвычайной концентрации политической власти. Способ-

ность финансового сектора добиваться выгодных для себя законов и результатов переговоров за счет других слоев общества, добиваться спасения финансовых институтов, причем неоднократно, – все это, в сочетании с большими взносами в избирательные компании и агрессивным лоббированием, дает веские причины для беспокойства.

В то время как рост концентрации на рынке может быть последствием «естественного отбора» в контексте существенного экономического спада, проблема усугубляется тем, как некоторые государства осуществляли финансовое спасение институтов. Непропорционально большие средства были предоставлены крупным и доминирующим на рынке компаниям. При выделении средств для финансового спасения основным критерием должно быть его влияние на конкурентоспособность в финансовом секторе.

Финансовые институты, слишком большие для реструктуризации

Столкнувшись с возможностью реструктуризации больших многопрофильных институтов, находящихся на грани банкротства, государственные чиновники сознательно предпочли бездействовать на том основании, что государственный контроль над этими институтами (посредством национализации или интервенции – в последнем случае – «консервации», по принятой в США терминологии, *putting into conservation*) и/или проведение финансовой реструктуризации, влекущей за собой убытки акционеров или держателей облигаций, даже необеспеченных, обернется катастрофическими последствиями для финансовых рынков и реальной экономики. Высказывались также мнения, что уже сам размер и сложная разветвленная структура этих институтов означает, что изменение их организационных форм затронет другие институты, имеющие тесные связи с «институтами-тяжеловесами», оказавшимися на грани банкротства.

Имеют ли подобные аргументы под собой основание или нет, но если государства одобряют такой подход, это будет по большому счету означать, что правительство навязало обществу экономическую политику, при которой государственные чиновники заявляют о своей неспособности защитить государственные финансы и налогоплательщиков от эксцессов поведения компаний, слишком крупных для реструктуризации и для прекращения их деятельности (TBTR – to big to be restructured). Политика попустительства, когда финансовому институту разрешается настолько глубоко проникнуть в ткань экономики, что его деятельность не может быть прекращена, ставит общество в очень опасное в финансовом отношении положение. Оно больше не может контролировать размер бюджетных потерь, за которые вынуждено расплачиваться из-за поведения руководства финансовых институтов.

Это наделяет руководство подобных крупных институтов огромной властью, что несовместимо с более широкими общественными интересами. В этом случае проблемы намного серьезнее, чем в случае с институтами, слишком крупными для банкротства. В некоторых странах масштаб подобных институтов достиг таких крупных размеров, что стоимость гарантий, предоставляемых им по (их) обязательствам, ставится под сомнение.

Режим регулирования института в стадии прекращения деятельности и расформирования (TBTR) выходит за рамки режима регулирования института на стадии банкротства (TBTF), когда основные функции подлежащего реструктуризации института должны быть сохранены. Этого можно добиться, заставив акционеров и держателей облигаций расплачиваться за их ошибки (хотя в некоторых случаях эти ошибки столь значительны, что государству может потребоваться изыскать дополнительное финансирование, чтобы сохранить данного участника рынка в качестве действующего института). Режим TBTR означает, что руководство и кредиторы обладают иммунитетом от последствий их действий

или бездействия, особенно в отношении управления рисками. Рыночные регуляторы бессильны, поскольку статус TBTR избавляет кредиторов от рисков, наделяя эти институты преимуществом, которое позволяет им еще больше увеличивать свои размеры. Такой режим несовместим с рыночной экономикой, которая должным образом и в долгосрочной перспективе выполняет свои социальные функции.

Стандартные требования антимонопольной политики должны исполняться, но обычные показатели чрезмерной экономической концентрации (доля на рынке четырех самых крупных компаний или способность устанавливать цену на рынке) могут оказаться не совсем подходящими в условиях финансового рынка. Эти критерии, видимо, следует дополнить оценкой того, рискует ли данный финансовый институт оказаться слишком крупным для банкротства или слишком крупным для финансовой реструктуризации. Такие крупные институты должны разукрупняться, их размер должен быть ограничен, так чтобы они снова не оказались слишком большими для банкротства и уж, конечно, слишком крупными для финансовой реструктуризации. Не существует никаких явных доказательств того, что значимые экономики большого масштаба или объема, или, по крайней мере, достаточного размаха, могут гарантировать риски, угрожающие экономике и государственным финансам.

Но подобные меры должны быть дополнены мерами по регулированию финансового сектора. К любому крупному банку, который не подвергся разукрупнению, должны применяться более строгие требования, касающиеся достаточности капитала по сравнению с другими банками, и, кроме того, следует сильнее ограничивать их деятельность в тех секторах, о которых говорилось выше (например, в отношении приемлемого пакета поощрительных вознаграждений, обеспечения прозрачности, а также в отношении рисков, которые они могут сократить, в частности, понизив уровень заемного капитала). Из-за более высокой цены, которую

государству приходится платить за проблемы таких крупных институтов, последние должны платить более высокие премии по гарантиям вкладов.

Регулирование других участников рынка

Финансовые рынки усложнились со временем. Финансовые средства предоставляются банками и с помощью рынков ценных бумаг. Существуют и другие участники, роль некоторых из них оказалась очень существенной в нынешнем кризисе и вызвала неоднозначные оценки. В частности, существуют две нетрадиционные группы финансовых институтов, которые требуют особого внимания, – это рейтинговые агентства и фонды национального благосостояния.

Рейтинговые агентства

Предполагалось, что кредитные рейтинговые агентства будут играть ключевую роль на финансовых рынках, исправляя асимметрию в предоставлении информации инвесторам. Эта роль расширялась с развитием процесса финансовой глобализации, и ее значимость еще больше возросла после второго Базельского соглашения (Базель 2), которое включило рейтинги кредитных агентств (CRA) в принципы оценки рисков.

И тем не менее, роль рейтинговых агентств в нынешнем кризисе подверглась серьезной критике из-за их щедрых рейтингов, выдаваемых сложным финансовым инструментам, обеспеченным некачественными ипотечными залогами. Оценка рисков, проводившаяся рейтинговыми агентствами, была абсолютно проциклической и имела тенденцию реагировать на оправдавшиеся риски, а не на отслеживание рискованной ситуации как в отношении государственных, так и корпоративных рисков. Модели рисков рейтинговых агентств

основываются в значительной степени на меняющихся рыночных показателях, таких как цены на акции и маржа по кредитам, и, таким образом, способствуют цикличности рынка.

Поскольку деятельность CRA оплачивается теми, кого они должны оценивать, они вступают в явный конфликт интересов, что подрывает доверие к ним. Более того, предоставление консалтинговых услуг своим клиентам является еще одним конфликтом интересов, аналогичным тому, который был запрещен в США в отношении аудиторских фирм. Относительно рейтинговых агентств это не менее серьезно, поэтому подобная практика должна быть запрещена.

Это не первый пример широко распространенных неудач в деятельности рейтинговых агентств. Они были многими отмечены еще во время кризиса 1997–1998 гг., и существует широко распространенное мнение, что поздние понижения кредитных рейтингов ниже инвестиционного класса во многих случаях способствовали углублению кризиса.

Неточные оценки привели и к другим негативным последствиям, помимо увеличения циклических колебаний. По мере того, как оценки кредитоспособности, выдаваемые CRA, стали рассматриваться на финансовых рынках как вполне авторитетные, такие рейтинги часто оказывали негативное воздействие на финансирование развивающихся стран. Фактически они могли способствовать тому, что появились «чрезмерные» доходы по диверсифицированным портфелям государственных облигаций, то есть стоимость этих облигаций была занижена.

Несмотря на тот факт, что CRA играют такую значительную роль на финансовых рынках, их деятельность в основном регулируется недостаточно. Хотя необходим более тщательный надзор за их деятельностью, не обсуждалось никакого пакета реформ, которые помогли бы в значительной мере решить эту проблему. Одной из реформ, направленных на исключение конфликта интересов, могла бы стать реформа,

предусматривающая сбор со всех выпусков ценных бумаг, используемых для финансирования одного или нескольких рейтингов.

Большая прозрачность рейтинговых агентств в том, что касается процесса обсуждения и предоставления их анализов, разъяснения исходных посылок и допущений, а также значимость результатов этих допущений могли бы способствовать лучшему функционированию финансовых рынков. Кроме того, от рейтинговых агентств следует потребовать предоставления информации, касающейся всей их прошлой деятельности, и/или такую информацию должна предоставить независимая государственная структура, что поможет обеспечить «позитивную» конкуренцию среди рейтинговых агентств. Необходимо заставить рейтинговые агентства отказаться от их темных и разработанных без применения сравнительного метода рейтинговых систем, а также предоставлять количественную оценку возможности дефолта. Точность таких прогнозов затем может быть проверена.

Частично проблема возникает из-за своего рода малой олигополии рыночной структуры рейтинговых агентств, означающей, что провал рейтинга не дисциплинирует рынок. От многих инвесторов, а следовательно, и заемщиков их партнеры по инвестициям требуют получить рейтинг от каждого из основных рейтинговых агентств. Поэтому, может быть, государству необходимо призвать к строгой дисциплине, введя наказание за ошибочные рейтинги, например лишать рейтинговые агентства «аккредитации» на определенный период времени после систематических и существенных ошибок в их оценках. Но даже подобное решение связано с определенными проблемами. Поскольку рейтинги коррелируются между собой, существует возможность того, что все агентства одновременно потеряют свою аккредитацию. Осознание того, что в таких обстоятельствах трудно проводить подобную политику, может заставить рейтинговые агентства выдавать одинаковые рейтинги.

Учитывая трудности решения проблем, связанных с CRA, важно, чтобы регулирующие и другие органы, ответственные за управление рисками, меньше полагались на внешние рейтинги. Оказалось, что рейтинговые агентства не меньше способствовали цикличности, чем рыночные цены, а их оценки, использовавшиеся регулирующими органами, еще больше усугубили цикличность процесса банковского кредитования.

Проблемы индивидуальных рейтингов должны рассматриваться в более широком контексте информационного обеспечения финансового сектора. В скандалах с Энроном и УорлдКомом были подвергнуты суровой критике конфликты интересов при анализе акционерного капитала, долговых обязательств и рейтингов, который производился специалистами, чьи услуги были оплачены инвестиционными банками. Во время недавних продовольственного и энергетического кризисов информация, предоставлявшаяся некоторыми инвестиционными банками, могла в мгновение ока обогатить тех, кто выдавал эту информацию, и способствовать углублению этих кризисов. Тем не менее, хотя реформы, касающиеся оплаты услуг аналитиков, были шагом в правильном направлении, их одних недостаточно. Информация, раскрывающая положение инвестиционных банков и других институтов, способных «привести в движение» рынки, хотя бы относительно определения потенциальных конфликтов интересов, должна предоставляться, по крайней мере, регулирующим органам (как это уже делается в ряде стран).

Фонды национального благосостояния

Прежде считалось, что вопрос о собственнике не имеет большого значения, пока собственность не находится в руках правительства той страны, где размещены данные активы. Развивающиеся страны были вынуждены приватизировать государственные активы, обращая мало внимания на личность покупателя, даже если в некоторых случаях это было

иностранное правительство или иностранная государственная компания. Казалось вполне допустимым, чтобы активами государства владело не оно само, а иностранное государство. Но по мере того, как юридические лица, контролируемые иностранными государствами, стали все более активно покупать активы в развивающихся странах, подобные взгляды стали меняться, создавая неопределенность в правилах игры. Если правила согласованы и установлены, то, какими бы они ни были, они должны повсеместно и честно соблюдаться.

Существуют такие отрасли промышленности или секторы экономики, где вопрос о праве собственности очень важен. Государства должны договориться о таких секторах и сделать достоянием гласности их перечень. Если по соображениям безопасности имеется веская причина ограничить владение собственностью в одном государстве, то в таком случае следует исходить из предположения, что и в других странах могут быть причины для подобных ограничений. Если вопрос о собственнике имеет значение, то следует обращать такое же пристальное внимание на неадекватное поведение частного сектора, как и на деятельность принадлежащих государству предприятий. На самом деле, многие полагают, что государство может быть гораздо более ответственным инвестором, чем частные инвесторы, именно по причине того, что от государства ожидают большей публичной подотчетности.

Некоторые предлагали ввести особый кодекс поведения в отношении фондов национального благосостояния (ФНБ), включая положения о прозрачности и раскрытии информации, среди прочего и о модели деловой активности фонда. Другие утверждали, что это будет всего лишь красивой витриной со стороны государств, которые хотят располагать такими фондами, но осознают политическую деликатность этого вопроса: почти любое действие можно объяснить деловыми соображениями. Несмотря на то, что прозрачность и раскрытие информации весьма полезны, вряд ли они решат данную проблему. То же самое относится и к более широкому добровольному кодексу поведения.

Любые условия или требования, предъявляемые к фондам национального благосостояния, должны симметрично применяться и к инвесторам в частном секторе. Это становится все более актуальным по мере размывания различия между частными и государственными инвесторами, когда основная часть капитала многих западных банков обеспечивается государством.

Более того, ограничения в отношении ФНБ могут быть относительно бесполезными, пока не будут раскрыты подробные данные о собственнике. Вопросы собственности могут разрешаться при участии третьей стороны (например, хеджевого фонда) без раскрытия информации.

Если в отношении поведения иностранного собственника появились какие-то опасения, то его деятельность должна быть ограничена независимо от того, является собственник частным или государственным. Озабоченность на этот счет возникает именно из-за недостаточного доверия к режиму регулирования в целом. Государства должны выявлять недостатки в своих регулирующих механизмах и стремиться устранить их.

ФИНАНСОВАЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ

Все государства должны иметь адекватную правовую основу для разрешения ситуаций, когда компании не могут выполнить свои обязательства перед кредиторами (т.е. банкротства). Соответствующее законодательство должно уравнивать права и интересы кредиторов и должников и учитывать их влияние на эффективность экономики, как *ex ante* (т.е. влияние на мотивацию оценивать кредитоспособность), так и *ex post* (т.е. влияние на стимулирование должников выполнять свои обязательства, кредиторов – осуществлять эффективный мониторинг, и обеих сторон – своевременно вступать в переговоры по мере возникновения проблем). Оно должно

также создать основу для справедливых переговоров между всеми заинтересованными участниками и обеспечить быструю и эффективную процедуру банкротства в случае провала переговоров. Значительно лучше внести ясность в такие дела еще до подписания договоров с тем, чтобы стороны более полно осознавали свои права и обязанности.

Некоторые страны, такие как США, имеют в своем законодательстве положения о корпоративном банкротстве, которые разрешают быстрое прекращение деятельности, предоставляя компаниям возможность нового старта в надежде, что в интересах всего общества сохранить рабочие места и компанию в качестве продолжателя начатого дела. Сохранить за семьей ее дом также очень важно, равно как и предоставить семьям, обремененным долгами, еще один шанс. Государства должны рассмотреть возможность принятия «Главы 11 о владельцах домов» (аналогично главе 11 Кодекса США о банкротстве корпораций).

Банкротство большого количества компаний в разгар кризиса представляет особый вызов. Отсрочка с принятием решения о банкротстве имеет массу внешних последствий и приводит к изменениям на макроэкономическом уровне. Более того, многие страны не обладают достаточными ресурсами для того, чтобы справиться с такими многочисленными проблемами, которые осложняются высоким уровнем взаимозависимости (т.е. оценка собственного капитала одной компании с целью ее банкротства может зависеть от урегулирования долгов других фирм). Государства должны принять «Суперглаву 11» для облегчения ускоренной реструктуризации в условиях системного кризиса, когда происходят многочисленные дефолты, как это имело место в некоторых развивающихся странах после финансовых кризисов.

Банки и другие финансовые институты представляют особую проблему с точки зрения реструктуризации долгов из-за участия государства в форме скрытых и явных гарантий вкладов, из-за последствий, которые могут возникнуть

в связи с банкротством таких институтов и из-за того, что государство не хочет дожидаться того момента, когда данный институт не сможет осуществлять выплаты своим кредиторам. Поступая таким образом, можно получить особо искаженную мотивацию, например «игру на воскрешение компании». Государствам необходимо иметь правовые основы для быстрого проведения корректирующих действий, включая вмешательство в деятельность таких институтов (обеспечивая их консервацию) и другие дискретные полномочия по прекращению их деятельности.

В условиях нынешнего кризиса некоторые государства заявляли о том, что не обладают достаточными легальными полномочиями, чтобы эффективно решать проблему институтов, банкротство которых может представлять системный риск. Ясно, что следует не только надлежащим образом регулировать деятельность таких институтов, но и позаботиться об эффективных механизмах финансовой реструктуризации. Эти механизмы должны применяться к любому финансовому институту, который потенциально может вызывать системно значимые последствия; к таким институтам относятся, среди прочих, холдинговые компании по оказанию финансовых услуг, инвестиционные банки и страховые компании. Действующие в стране иностранные фирмы, которые имеют системное значение, представляют особую проблему, и поэтому существуют веские аргументы в пользу подчинения их местной юрисдикции. (Эти аргументы приводятся в дополнение к другим, о которых речь пойдет ниже.) Такие механизмы должны признавать права не только акционеров и держателей облигаций, но и тех, кто может пострадать от банкротства данного института.

Преобразование держателей долгосрочных обязательств в акционеров увеличивает финансовую жизнеспособность банка и поэтому должно вести к росту доверия на рынке, а не к его снижению. Если и существуют доказательства, что в процессе консервации потери стоимости капитала акционеров вызывают волнения на рынке, то их очень мало.

Конечно, беспорядочный процесс банкротств, при котором не сохраняется целостность платежного механизма, может привести к серьезным последствиям. Полномочия государства по прекращению деятельности института должны быть достаточно широкими, чтобы включать и быструю реструктуризацию крупных финансовых институтов, что облегчит поддержание целостности платежной системы, но также позволять осуществлять банкротство, например, аффилированных с этим институтом агентств недвижимости или хедж-фонда.

Необходимость применения таких полномочий по прекращению деятельности уменьшится, если государства одобряют стратегию ограничения предельного размера финансовых институтов. В дополнение к этому тщательный надзор на постоянной основе за деятельностью крупных институтов может подготовить чиновников к контролируемой реструктуризации. Нет никаких причин позволять этим крупным институтам хоть малейшую степень непрозрачности в отношениях с регулирующими органами, которые должны всегда быть готовы к неожиданностям, связанным с прекращением деятельности.

Стимулы, гарантии, страхование и финансовые спасения

Гарантии и страхование (скрытое и явное) искажают стимулирование, так как они предназначены для устранения риска потерь; самую высокую потенциальную прибыль от рискованных действий получает тот, кому предоставлена гарантия, а самые большие убытки несет гарант. Обеспокоенность в этой связи возросла из-за резкого увеличения правительственных гарантий в условиях настоящего кризиса.

Недавние финансовые спасения также подняли ряд вопросов, относящихся к конфликту интересов и разногласий между руководителями компаний и теми, кто предоставляет им капитал. Средства, предоставляемые некоторыми государствами без осуществления надлежащего контроля над

тем, как они расходятся, усугубляют проблемы с мотивацией, которые постоянно возникают, когда собственность отделена от контроля за ее использованием. Подвергнувшись суровой критике поведение банков, которые, получив деньги на рекапитализацию, использовали их вместо этого на выплаты бонусов и дивидендов, вполне объяснимо, если учитывать различие интересов тех, кто принимает решения (руководство банков), и обществом, предоставляющим средства. Опасность такой ситуации очевидна (см. главу 2).

Некоторые государства в качестве составляющей части пакета мер по финансовому спасению использовали гарантии и страхование, недостаточно прозрачные в том, что касалось риска возможных потерь; не всегда ясно, получает ли государство адекватную компенсацию за те риски, которые несет общество. Такую непрозрачность следует искоренять, но некоторые из этих программ могут оказаться особо затратными в условиях нынешнего кризиса, поскольку они искажают мотивацию банков при реструктуризации ипотечных закладных.

Тем не менее, во время экономического кризиса гарантии и страхование со стороны государства могут стать частью его ответной реакции на кризис, стимулируя антициклическую экономическую деятельность и предотвращая массовое изъятие банковских вкладов. В некоторых случаях выдача государственных гарантий даже может являться стратегией по привлечению частных лиц в сферу инвестирования (или по стимулированию банков финансировать инвестиции) при относительно высоких рисках, но при исключительно позитивных долгосрочных последствиях для общества, экономики и экологии. Однако есть и некоторые предположения относительно того, что предоставление гарантий по новым займам или создание новых механизмов кредитования может стать более эффективным методом стимулирования таких инвестиций, чем покупка у банков неполноценных активов или даже выделение новых средств действующим банкам на цели рекапитализации. Смягчить негативные последствия

неправильного стимулирования можно путем предоставления лишь частичных страховых гарантий.

Хотя главной функцией центральных банков является обеспечение ликвидности, тем не менее, когда сюда включается принятие рискованных активов в качестве гарантии по ссудам на безоборотной основе, это равносильно выдаче страхового полиса на потери, связанные с этими активами. Когда не установлен соответствующий уровень страховых премий по таким гарантиям и страхованию, сделка становится нетранспарентной, и подобные сделки с участием центрального банка и государства следует свести к минимуму. Обычно такие гарантии, финансовые спасения и страхование означают перераспределение значительных средств от обычных граждан в пользу тех, кто, как правило, более обеспечен. И если имеются особые группы населения, которые могут пострадать от последствий финансовой реструктуризации и нуждаются в защите, намного целесообразнее сделать своей задачей помощь таким людям. Непрозрачные спасения, гарантии и страхование подрывают доверие к правительству и центральному банку, увеличивают число противников независимых центральных банков (см. выше) и могут вызвать политический конфликт, ослабляющий способность государства успешно бороться с нынешним кризисом, если он, согласно некоторым предсказаниям, будет продолжаться достаточно длительное время.

РЕГУЛИРУЮЩИЕ ИНСТИТУТЫ

Ошибки регулирования

Недостаточно иметь лишь адекватные нормы регулирования, надо добиваться их исполнения. Ошибки, приведшие к настоящему кризису, – это не только ошибки регулирования, но и регулирующих структур, которые не всегда эффек-

тивно исполняли свои функции или не добивались обязательного исполнения своих норм и правил. В условиях нынешнего кризиса регулирующие функции многих центробанков выполнялись далеко не на высшем уровне. Они не следили должным образом за выполнением имеющихся в их распоряжении регулирующих механизмов, да и сами не исполняли их, не предупреждали свои правительства о необходимости создания дополнительных регулирующих органов или реформирования функционирующего в том случае, если его деятельность не была неэффективна.

Все институты, созданные человеком, могут допускать ошибки, и это может случиться снова, особенно если те, кто уполномочен следить за системой регулирования, не верит в нее или не полностью разделяет убеждения в ее назначении.

В то же время очевидно, что регулирующие структуры можно организовать таким образом, чтобы это вело к сокращению ошибок в деятельности регулирующих институтов. Во время подъема регулирующие органы могут испытывать давление. Хотя от регулирующего органа ожидают, что он «уберет напитки со стола, до того как все напьются», часто на него оказывается давление, чтобы продолжить веселье, поскольку таким образом многие делают на этом пиру большие деньги. Приводятся сомнительные аргументы – например, что «пузырь» нельзя распознать, пока он не лопнет. Это верно, но можно определить все нарастающую вероятность образования «пузыря» по мере того, как рост цен опережает доходы беспрецедентно высокими темпами.

Смысл другого сомнительного аргумента заключается в том, что регулирующие органы или центральные банки не обладают инструментами для «выпуска воздуха из пузыря». Ранее в данном докладе уже обсуждались доступные инструменты – увеличение гарантийных требований в случае «пузырей» на рынке акций или понижения коэффициента кредит/зalog в его обеспечении в случае возникновения «пузыря» на рынке недвижимости.

И еще один, третий сомнительный аргумент, приводившийся до начала кризиса, – дешевле устранить ущерб, причиненный «лопнувшим пузырем», чем устранить сам «пузырь». Нынешний кризис показал, что это не так.

В свете подобного давления, может быть, необходимо, чтобы часть регулирующей структуры была «огорожена колючей проволокой», ограничивая усмотрение регулирующих и контролирующих органов. Антициклическое регулирование и требования достаточности капитала, аналогичные тем, о которых говорилось в предыдущих разделах, должны основываться на правовых нормах, в то время как корректировка регулирования, необходимая в силу изменений, которым подвержена финансовая практика, и инноваций требует мониторинга и усмотрения правомочных органов, чтобы приводить регулирование в должное соответствие с ситуацией на финансовых рынках.

Подконтрольность и право голоса

Регулирующие институты при своем создании должны учитывать, что существует риск подчинения интересам и целям тех, кого регулируют, поэтому они должны обеспечить пользователям финансовых средств, таким как малые и средние предприятия, пенсионеры, потребители и, возможно, другие заинтересованные стороны, право быть услышанными. Например, пенсионеры, заработавшие свою пенсию нелегким трудом, могут столкнуться с исчезновением пенсионных фондов в результате неправильного регулирования, поэтому в регулирующих структурах их право голоса должно быть более весомым. Те, кто больше всего выигрывает от длительного существования «пузыря», часто оказывают сильное влияние на регулирующие органы, как теперь установлено.

Создание специального института финансового регулирования (с надлежащей государственной структурой), в обя-

занность которого входит обеспечение безопасности и правильного использования различных финансовых продуктов, может снизить риск подконтрольности регулирования,

Регулирование и политические процессы

Регулирование является частью политического процесса; ошибки в государственной политике способствуют ошибкам регулирования. Когда на политический процесс оказывается недобросовестное влияние, в частности взносы в избирательные кампании и иные формы лоббирования со стороны финансового сектора, ошибки в регулировании наиболее вероятны. Взятый на вооружение некоторыми странами принцип «вращающихся дверей», позволяющий частным лицам легко перемещаться между государственной службой и частным сектором, а также другие соображения материального и нематериального характера компрометируют добросовестность, адекватность и целесообразность финансового регулирования, принцип контроля и обязательного исполнения нормативных правил.

Процесс регулирования должен быть организован таким образом, чтобы противостоять попыткам финансовых кругов влиять на регулирующие структуры и отвлекать их от основных обязанностей по защите потребителей и инвесторов и обеспечения системной стабильности. Многое надо сделать, чтобы выстроить систему регулирования со встроенным механизмом сопротивления попаданию под чей-либо контроль, в частности полагаться на простые и прозрачные нормы регулирования инструментов, имеющих потенциальную системную значимость. Организация управления регулированием также может уменьшить возможность попадания под чей-либо контроль, обеспечивая такое положение, когда те, кто может пострадать от ошибок регулирования, а не те, которым выгодно слабое регулирование, выигрывают от этого.

«Подконтрольным» регулирование становится не только в силу финансовых вливаний извне, но и с помощью идей. Многие идеи, которые убедили регулирующие органы ограничить регулирование, одновременно увеличили прибыли финансового сектора. Принцип «вращающихся дверей» не только извращает мотивации, но и облегчает подчинение чужим интересам. Государства должны ввести строгие ограничения на применение подобного принципа. Сегодня существует масса экспертов в области финансов и экономики, которые и не работают на финансовый сектор, и ничем не обязаны ему, — на них и следует в основном полагаться. Говоря более обобщенно, представители финансового сектора, хотя и имеют представление о проводимой им политике и ее задачах, часто не понимают ее системно значимых последствий и еще меньше, — ее значения для экономики как таковой. То, что многие правительства полагались на мнение экспертов финансового сектора, привело их в результате к такому взгляду на политику, который можно назвать в значительной степени «частично сбалансированным». Нынешний кризис в определенной мере — результат чрезмерного внимания, уделявшегося мнениям такого рода экспертов.

Кадровый состав

Многие регулирующие органы сталкиваются с трудностями при подборе квалифицированных кадров: противостояние между регулируемыми и регулирующими может показаться несправедливым с самого начала, принимая во внимание высокие заработки в частном финансовом секторе. Но умение и таланты, необходимые для создания новых продуктов и обхода существующих нормативов и стандартов отчетности, отличаются от тех, которые необходимы для обеспечения безопасности и надежности финансовых институтов или безопасности и эффективности конкретных финансовых продуктов. Тем не менее, желательно или даже необходимо

привязывать зарплату сотрудников регулирующих органов, выплачиваемую за счет налогов, собираемых в финансовом секторе, к зарплатам в этом секторе.

Регулирующие структуры

Споры вокруг организации регулирования сосредоточивались в основном на проблеме ответственности; например, должен ли существовать единый регулирующий орган для всего финансового сектора? Старые модели регулирующих структур оказались неэффективными, потому что услуги, которые раньше ассоциировались с одними институтами, стали поставляться другими. Рынки ценных бумаг, страховые компании, биржи по торговле фьючерсами – все они предлагают участникам рынка возможности спекуляции на результатах определенных действий (ценные бумаги, дефолты). Должен ли, например, центральный банк взять ответственность на себя? И хотя, по-видимому, не существует единой модели для всех стран, есть определенные принципы, которые должны определять организацию регулирующей структуры.

Хотя разные страны на разных стадиях развития могут выбрать разные структуры, наиболее подходящие для их нужд, но одна возможная структура включает два высших регулирующих института, работающих в тесном контакте: Новый Центральный Банк (NCB), деятельность которого фокусируется на макроэкономических проблемах, и Агентство по Финансовому Регулированию (FRA), занимающееся микроэкономическими вопросами. Они тесно координируют свою деятельность – так, например, NCB должен учитывать макроэкономические последствия действий, предпринимаемых FRA. Это особенно важно, потому что микропруденциальное регулирование имеет макроэкономические последствия. FRA в своей структуре имеет несколько подразделений: Комиссию по ценным бумагам и биржам, Ко-

миссию по страхованию, Комиссию по безопасности финансовых продуктов, Комиссию по контролю за отчетностью и Комиссию по стабильности финансовой системы (которая, среди прочих функций, будет следить за взаимосвязями финансовых институтов и последствиями банкротства одних для остальных). Там будут еще и комитеты с перекрестными функциями, чтобы обеспечить одинаковое отношение к одинаковому поведению разных институтов. Комиссия по стабильности финансовой системы может устанавливать высокие гарантийные требования или низкие авансовые платежи в отношении продуктов, продаваемых розничным покупателям при чрезмерном левеидже в экономическом секторе или на финансовом рынке. Комиссия по контролю за отчетностью обеспечивает предоставление компаниями достоверной информации, дающей правдивую оценку состояния дел данной компании, включая и оценку ее подверженности рискам. Она могла бы с течением времени разработать более широкий диапазон стандартов, полезных и для инвесторов, и для других регулирующих структур. Она могла бы также вводить запрет на подверженные риску внебалансовые операции и выявляла бы «творческие подходы» финансовых институтов как к своей отчетности, так и к изобретению способов обхода существующих нормативов и стандартов отчетности. Поэтому ее необходимо наделить широкими полномочиями устанавливать дополнительные нормативы отчетности и применять консервативную методологию при оценке риска «разводнения» активов. Например, хотя могут существовать разногласия в проводимой для отчета оценке фондовых опционов на момент их выпуска, учитывая задачи применения стандартов отчетности и важность развития правильной системы мотивации, следует предпочесть методологию, которая склонна скорее переоценить стоимость разводненных активов, той, которая занижает эту стоимость.

Глобальное регулирование и регулирование трансграничного движения финансов и капитала

Кризис, разразившийся на мировых финансовых рынках, отличается от всех предыдущих кризисов своим глобальным охватом. Новые финансовые продукты и процедуры, которые привели к возникновению трудностей в США, начали распространяться в широком масштабе, что привело к серьезным последствиям для стран-импортеров. Хотя они, возможно, были и не единственным источником проблем, с которыми столкнулись европейские государства, но все же одним из основных. По мере развития кризиса было утрачено доверие к финансовым институтам. Обычные граждане больше не доверяют регулирующим органам, призванным создавать нормы, опосредствующие их деятельность. А регулирующие органы одного государства больше не верят, что их коллеги в других государствах, даже тех, в которых, казалось бы, существуют вполне адекватные регулирующие институты, должным образом исполняют свои функции.

Более того, теперь полагают, что политика, навязанная международными финансовыми институтами (либерализация финансового рынка и рынка капиталов), способствовала возникновению кризиса и его быстрому распространению по всему миру. Именно это и подорвало доверие к этим институтам, советам, которые они выдавали, и условиям, которые они выставляли. Возник вопрос, целесообразно ли было столь сильно полагаться на эти институты при распределении средств развивающимся странам, как это уже отмечалось в главе 2. Новые международные нормативные требования будут адекватным ответом на кризис. Есть настоятельная потребность в новом подходе к всестороннему регулированию в глобальном масштабе.

Координация в глобальном масштабе

Поскольку финансовые рынки стали глобальными, необходимо координировать их регулирование в глобальном мас-

штабе. Провал регулирования в одной стране может отрицательно сказаться на других странах. Это особенно важно, если учесть, что ответственность за спасение финансовых институтов остается на национальном уровне. Если государства не могут доверять безопасности финансовых продуктов, экспортируемых другим государством, они могут ввести ограничения на покупку таких продуктов своими гражданами и финансовыми институтами; если они не могут доверять безопасности и надежности финансовых институтов другой страны, они будут вынуждены ограничить сотрудничество с ними, чтобы их собственные институты не попали в рискованное положение.

Без координации на мировом уровне может начаться быстрая деградация стандартов регулирования, то есть когда государства начнут конкурировать между собой, чтобы слабостью своего регулирования привлечь финансовые институты. Нынешний кризис демонстрирует всю опасность такой неблагоприятной конкуренции. Государства должны понимать, что преимущества расширения финансового рынка могут не стоить той цены, которую за это придется платить их гражданам, как показал пример Исландии.

В разных странах сложились разные ситуации, и это говорит о том, что оптимальное регулирование и регулирующие структуры могут варьироваться от государства к государству. Так, например, есть такие предметы регулирования, которые должны быть в фокусе национальной политики, а международная координация должна осуществляться там, где значительная доля регулирования носит международный характер. Разделение между ними относится к тем вопросам, которые требуют высокой степени взаимности, особенно к таким, ненадлежащее регулирование которых в одной стране отрицательно воздействует на другие, будь то в силу системных связей или из-за спровоцированного ослабления регулирования, или потому, что целью нормативных требований является контроль за отмыванием капитала, финансированием терроризма или уходом от налогов.

Разграничение функций зависит также от представительности регулирующих структур. В существующих международных регулирующих организациях интересы развивающихся стран часто не представлены вовсе или представлены недостаточно. Например, стандарты, установленные Первым Базельским соглашением, поощряли краткосрочное кредитование (по сравнению с долгосрочным) развивающихся стран банками развитых государств, увеличивая тем самым неустойчивость движения их капиталов. Многими высказываются опасения, что Второе Базельское соглашение может иметь дискриминационный эффект по отношению к развивающимся странам, институты которых неспособны разработать системы управления сложными рисками, как оно того требует, — правда, в любом случае эти системы признаны теперь совершенно неадекватными.

Такие системы регулирования были разработаны международными институтами с несбалансированной структурой управления при недостаточном представительстве развивающихся стран и стран с переходной экономикой и при чрезмерном влиянии банков, которые подлежат регулированию. Второе Базельское соглашение рассматривается многими развивающимися странами как наглядный пример такого подхода.

Либерализация рынка капиталов

Нормативы, регулирующие движение капиталов в страну и из нее являются, вероятно, одними из самых важных в определении макроэкономической стабильности и диапазона политических мер, предпринимаемых в ответ на кризис. Все больше специалистов согласно с тем, что либерализация рынка капиталов может способствовать экономической нестабильности, особенно в развивающихся странах. В более широком плане, полностью интегрированная глобальная финансовая система может быть больше подвержена неустойчивости, чем система с «предохранителями», такими,

которые действуют на многих регулируемых биржах ценных бумаг. Частичная причина этого заключается в том, что потоки капиталов, особенно в развивающиеся страны, имеют тенденцию к цикличности. И тем не менее, существует мало доказательств того, что либерализация рынка капиталов способствует экономическому развитию, особенно в развивающихся странах. Основная причина кроется в том, что растущая нестабильность, связанная с либерализацией, дорого обходится экономике, включая и более высокие рисковые премии, которые увеличивают стоимость финансирования. Другая причина может быть связана с тем фактом, что большая часть циклического кредитования финансирует потребление, а не инвестиции.

Управление движением капиталов в целях развития

Развивающиеся страны могут нуждаться в стабилизации международных финансовых потоков для укрепления своей финансовой и экономической стабильности, поощрения желательных инвестиций и финансирования, упрочения самостоятельности своей экономической политики, включая поддержание стабильного и конкурентоспособного курса валют, а также для укрепления национального суверенитета и демократии. Полная конвертируемость счетов движения капиталов, а также скрытые и открытые договоренности по осуществлению интервенций на международные рынки капиталов могут сделать такие желательные результаты невозможными.

Для достижения этих целей правительства должны обладать возможностью применять методы управления счетами движения капиталов как частью своей стратегии развития и управления рисками. Подобная практика успешно применялась в прошлом. Она включала – но не ограничивалась только этим – пруденциальное управление зарубежными заимствованиями, введение низкодходных нормативов резервирования, ограничение краткосрочных и других вола-

тельных потоков капитала, ограничение доли иностранной собственности в финансовых и иных компаниях и т.п. Для успешности стратегии развития необходимо, чтобы государства динамично управляли своими счетами движения капиталов, проявляя гибкость как в отношении усиления контроля, так и его ослабления по мере надобности.

Интервенции на рынок капиталов в период кризисов

У государств имеется ряд разнообразных политических инструментов для того, чтобы содействовать стабилизации финансовых потоков. В период кризиса, когда традиционные инструменты, такие как процентные ставки, становятся менее эффективными, они могут рассмотреть возможность введения временных ограничений или долгосрочного налогообложения на отток капиталов, а также количественных ограничений. В условиях финансового и экономического кризиса особенно, государства могут посчитать необходимым ввести ограничения на отток капиталов с тем, чтобы расширить сферу действия своей кредитно-денежной политики.

В определенной степени нормативы антициклических резервных требований в отношении притока капиталов могут действовать как «ограничители скорости» (или «лежачие полицейские») по отношению к международному движению капиталов. Они являются превентивным фактором и увеличивают пространство для проведения антициклической макроэкономической политики. Аналогичным образом, более тщательное пруденциальное регулирование банков, направленное на то, чтобы исключить несовпадение их собственных активов и пассивов по валютам, а также тех, которые они финансируют, может быть одновременно использовано в качестве важного инструмента управления счетом движения капиталов. В этой сфере некоторые государства пошли так далеко, что запретили финансовым институтам допускать валютные несовпадения активов и пассивов в их инвестиционных порт-

фелях или кредитование в иностранных валютах частных лиц и компаний, которые не получают доходов в этих валютах. Другие государства предпочли повысить нормативные требования достаточности капитала для тех, кто имеет несовпадение активов и пассивов по валютам.

Сопоставление регулирования в стране-импортере и стране-экспортере капитала (см. ниже) также может дать правительствам больше возможностей для регулирования, ориентированного на стабилизацию и развитие.

Либерализация финансового рынка

Рамки либерализации рынка капиталов, установленные Соглашением о финансовых услугах Генерального соглашения по торговле услугами (ГАТС) в рамках ВТО и, даже в большей степени, аналогичными положениями двусторонних торговых соглашений, могут ограничить возможности государств менять регулирующие структуры таким образом, чтобы они способствовали финансовой стабильности, экономическому росту и процветанию уязвимых для рисков потребителей и инвесторов (см. Приложение к главе 4).

Есть некоторые доказательства того, что, по крайней мере, в некоторых странах приход иностранных банков ничего не дал с точки зрения увеличения объема общего кредитования или кредитования малых и средних предприятий в частности, но привел к ускоренному закрытию позиций по кредитованию во время кризиса. Ограничения, подобные тем, о которых речь пойдет в нижеследующих разделах, могут помочь устранить эти явления. Такие ограничения должны быть широко распространенными, касаясь как национальных, так и иностранных банков, даже если эти единые для всех ограничения косвенным образом по-разному влияют на иностранные банки.

Проблемы в банковской системе одной страны могут распространяться на другие страны, если там эти банки имеют свои отделения или филиалы. Материнские банки могут ограничить кредитование своими иностранными отделениями, или государства могут ограничить использование фондов спасения для поддержания кредитования за рубежом. Нынешний кризис показал необходимость того, чтобы принцип «национального режима» означал эффективный и равный подход – как к собственным банкам, так и к дочерним компаниям иностранных банков.

Чтобы обеспечить адекватное финансирование внутреннего кредитования иностранными банками и чтобы действующий капитал, составляющий основу такого кредитования, не был репатрирован (как это произошло в некоторых странах), развивающиеся страны могут посчитать целесообразным потребовать от иностранных банков, чтобы в стране действовали их дочерние компании, а не отделения, и строго регулировать и контролировать вывоз капитала такими институтами.

Международные банковские центры и международное сотрудничество в налоговой сфере

Необходимо защищать хорошо регулируемые экономики от нерегулируемых или неадекватно регулируемых. Проблемы конкуренции в сфере налогообложения и регулятивный арбитраж часто взаимосвязаны. Отсутствие прозрачности и нормативных стандартов в некоторых странах пагубно сказывается на функционировании национальной налоговой системы, а также на финансовой стабильности других государств. Уклонение от уплаты налогов и неадекватная практика в сфере налогообложения являются главными проблемами как развитых, так и развивающихся стран. Ежегодно развивающиеся и развитые страны теряют доход, который можно было бы использовать на цели развития. Необходимо

в международных масштабах поощрять политику нетерпимости в отношении финансовых центров, которые окружают себя банковской тайной и способствуют уклонению от налогов.

В то время как особое внимание уделялось офшорным финансовым центрам в развивающихся странах, вплоть до последнего времени основными источниками уклонения от налогов, их сокрытия, отмывания денег и регулятивного арбитража были «оншорные» налоговые оазисы в финансовых центрах развитых стран. Например, Делавэр и Невада – два штата США, в которых открытие анонимных счетов намного легче, чем в других банковских центрах. Банковские тайны остаются проблемой для ряда финансовых центров развитых стран. В Лондоне облегченный режим регулирования также неоднократно служил источником регулятивного арбитража. Самые крупные отмывания денег были связаны с банками в Лондоне, Нью-Йорке и Цюрихе. По решению Еврокомиссии четыре малых государства-члена Европейского Союза (ЕС) были призваны ответить перед Судом ЕС за невыполнение ими Директивы 2005 г. о противодействии отмыванию денег, а двум крупным государствам-членам были направлены последние предупреждения. Более того, развитие таких финансовых центров, как Лондон, Люксембург и Дублин, частично основывалось на конкуренции в сфере режима налогообложения, и некоторые развитые страны в целях привлечения иностранных инвестиций предоставляли более щедрые налоговые льготы, условия субсидирования и режимы налогообложения, чем могут позволить себе развивающиеся государства.

Избирать по дискриминационному принципу и *ad hoc* в качестве мишени небольшие международные финансовые центры в развивающихся странах и в то же самое время закрывать глаза на слишком мягкие нормативы, существующие в развитых странах, – это и несправедливо, и неэффективно. Например, в то время как финансовые центры многих развивающихся стран заключили ряд двусторонних соглаше-

ний по обмену информацией в сфере налогообложения, страны с развитой экономикой не ответили им взаимностью. Важно перейти от двусторонних соглашений к многосторонним.

Процесс установления стандартов и выявления их нарушений, в случае если таковые имеются, должен быть многосторонним, причем развивающиеся и развитые страны должны принимать в нем равное участие. Нынешнее доминирование организации промышленно развитых стран в этой сфере следует рассматривать как неприемлемое.

Эту проблему наилучшим образом можно было бы решить посредством заключения многосторонних соглашений по вопросам банковской тайны, которые действовали бы на основах взаимности и имели обязательную силу и подсудность международным судам. Главные финансовые центры должны будут подписать такие соглашения в первую очередь и затем заставить других последовать их примеру под угрозой того, что отказавшиеся сделать это будут лишены возможности сотрудничать с финансовыми центрами, которые согласились с условиями этих соглашений. По этим соглашениям недобросовестные центры должны быть изолированы от остальной международной финансовой системы, но сделать это следует беспристрастно, не делая различия между богатыми и бедными странами.

Существующая система одних правил для богатых и других, более суровых, для бедных и сохранение в развитых государствах таких центров и видов деятельности, которые не разрешены в развивающихся странах, очевидно несправедлива. Именно поэтому центром внимания должно стать устранение банковской тайны, которая помогает избежать налогообложения, и выявление практики минимизации налогов. Для ответственных малых стран, которые согласятся присоединиться к многосторонним соглашениям по отказу от банковской тайны, экспорт дорогостоящих услуг, подобных тем, что предоставляются международными финансовыми центрами, будет стратегией плодотворного развития,

которая, кстати, поддерживалась международными финансовыми институтами в течение двух последних десятилетий.

Необходимо укреплять институциональные механизмы совершенствования гармонизации и сотрудничества в сфере налогообложения. Следует «повысить» статус созданного в соответствии с п. 16 Декларации «Финансирование в интересах развития», принятой в Дохе в декабре 2008 г., Комитета экспертов ООН по международному сотрудничеству в вопросах налогообложения, который входит в систему ЭКОСОС, до статуса международного органа, например подобного (функциональной) комиссии. Это нужно для того, чтобы усилить его способность содействовать международному сотрудничеству в данной области. Его деятельность должна быть направлена на то, чтобы все страны обязались автоматически и добровольно обмениваться информацией, что поможет искоренить уклонение от уплаты налогов и коррупцию, а также репатриацию незаконно вывезенных капиталов. МВФ и другие организации могли бы также получить статус консультативного органа при новом межправительственном институте.

Следует разработать Международный налоговый договор (International Tax Compact), который будет дополнять существующие инициативы и программы, способствовать увеличению влияния и представительства развивающихся стран в текущих процессах и обеспечивать более скоординированную поддержку национальным налоговым системам развивающихся стран. Сотрудничество в области развития должно поддерживать мобилизацию внутренних ресурсов развивающихся стран, перед которыми стоит не только проблема уклонения от налогов и их минимизации в силу слабости их налоговых систем, но и проблема существования оншорных и офшорных финансовых центров, облегчающих уклонение от налогов. Следует стимулировать международное сообщество начать диалог о решении данных проблем в рамках международного налогового договора.

Развивающиеся страны наряду с уклонением от налогов и их минимизацией беспокоит коррупция и отмывание денег, что не только лишает их необходимых ресурсов, но и подрывает демократическое управление. Банковские тайны только способствуют подобной коррупции.

Регулирование страны регистрации против регулирования страны-приема

Финансовое регулирование и контроль в рамках попыток, предпринятых Банком международных расчетов, решить проблеме трансграничных рисков неплатежа, имели тенденцию наделять ответственностью страну регистрации материнской компании. Эту тенденцию необходимо повернуть вспять. Действительно, если страны-приема до сих пор несут ответственность за функционирование своих производственных и финансовых секторов, они могут выполнять эти обязанности только при эффективном контроле за всеми финансовыми институтами, действующими на их территории. Это предполагает контроль со стороны страны-приема и почти наверняка требование, чтобы иностранные банки, действующие в стране, учреждали свои дочерние компании, а не отделения.

Укрепление нормативного законодательства страны-приема, введение антициклических сборов на капитал и правовых норм, расширяющих сферу действия регулирования, чтобы сделать его всеобъемлющим и диверсифицированным, – все это подлежит внутреннему регулированию и в качестве составляющей части контрольных полномочий разрешено Вторым Базельским соглашением.

Трансграничное банкротство

Текущий кризис выявил особые проблемы, возникающие при трансграничных банкротствах. В некоторых случаях граждане одной страны были вынуждены нести расходы, связанные

со страхованием вкладчиков из других стран. В других случаях тревога за негативные последствия дефолта для находящихся за границей собственных граждан может послужить частичным основанием для проведения государством массовых операций по финансовому спасению и частичным оправданием того, почему некоторые особо крупные институты не могут быть обанкрочены или их деятельность прекращена.

Финансовая политика

Выход за пределы финансового регулирования

Как уже отмечалось, хорошо функционирующий финансовый рынок – это нечто большее, чем простое регулирование финансового сектора. Важную роль в обеспечении доступа к финансам может играть финансовая политика, особенно в сфере долгосрочного инвестирования в те районы, которые недостаточно охвачены этой финансовой услугой.

Политика вне финансового сектора также может значительно влиять на поведение финансового сектора, но она имеет решающее значение внутри финансового сектора. В качестве примеров можно привести политику в сфере конкуренции, процедур банкротства (финансовая реструктуризация) и корпоративного управления. Провалы политики в любой из этих областей могут иметь глубокие системные последствия.

Кредитование и государственная банковская деятельность в интересах развития

Целью финансовой политики является не только регулирование финансовой системы и ее институтов самым разумным и осмотрительным образом, но и обеспечение финансовому сектору таких условий, чтобы он мог реализовать свой позитивный потенциал на благо обществу, включая предоставление всем возможности получения кредитов и кредито-

вание в целях долгосрочного развития. Как уже отмечалось, регулирование финансового сектора является ключевым инструментом финансовой политики. Но существуют и другие инструменты, которыми могли бы воспользоваться государства, особенно развивающиеся, для достижения целей, стоящих перед должным образом функционирующей финансовой системой.

В прошлом многие финансовые институты проявляли дискриминацию в отношении кредитования особо рискованных групп населения или секторов экономики. На ипотечном рынке США они известны как находящиеся «за красной линией». В результате определенные секторы экономики могут не иметь достаточно свободного доступа на рынок кредитования.

У финансовых институтов наблюдалась также тенденция к краткосрочному кредитованию, которое считается менее рискованным по сравнению с долгосрочным финансированием в интересах развития. Политика в сфере финансового сектора в целом и, в случае необходимости, нормативная регламентация могут сыграть большую роль в заполнении этих лакун в практике кредитования, принятой частными институтами.

Во многих странах государственные институты сыграли важную роль в предоставлении кредитов тем секторам и сегментам общества, которые не получали этой услуги в нужном объеме, а также в обеспечении развития в целом. Банки развития внесли значительный вклад в успешное финансирование ряда стран. Даже в развитых индустриальных странах эти институты предоставляли ипотечные займы и кредиты малым и средним предприятиям и сельскохозяйственному сектору, финансировали экспорт и выдавали студентам ссуды на образование. Государственные финансовые институты иногда действовали намного лучше в сфере предоставления таких финансовых продуктов, которые снижают максимальные риски обычных граждан, причем делали это по более низ-

кой цене, чем частный сектор. Сюда входили государственные программы кредитования расходов на образование, которые были намного эффективнее частного кредитования и исключали коррупцию и злоупотребления, которыми отличалось частное кредитование. Во многих странах, включая США, правительства были вынуждены принимать специальные программы для обеспечения адекватного доступа к кредитам малых и средних предприятий (например, предоставление частичных гарантий, как это предусмотрено Правительственными программами кредитования малого бизнеса). Во многих успешно развивающихся странах банки развития играли важную роль на важных стадиях их деятельности.

Хотя существует мнение, что стопроцентно частный сектор является наилучшей системой обеспечения самого продуктивного и эффективного предоставления ликвидности и управления рисками, недавние кризисы обнажили еще одну проблему частного кредитования – оно может носить чрезвычайно циклический характер, усиливая нестабильность экономики. В дополнение к этому опыт различных развивающихся стран дает основания полагать, что следует отводить более значительную роль банкам и финансовым институтам, находящимся в государственной собственности. Государственный банк может существенно изменить мотивацию банковских менеджеров.

Далее, подчинение врожденного, свойственного всем и постоянно действующего стимула к получению прибыли задаче выполнения социальных задач позволяет финансовой системе задействовать потенциал для перекрестного субсидирования и прямого кредитования – даже при том, что банк несет большие издержки, – целевых секторов и малообеспеченных слоев населения. Учитывая тот факт, что характерной чертой бедных слоев населения является их ограниченный доступ к финансовым средствам, государственные банки могли бы таким образом содействовать их включению в получение финансовых услуг. Принимая во внимание опыт ряда успеш-

но реализованных стратегий развития, можно сказать, что деятельность государственных банков позволила мобилизовать технические и научные кадры как для кредитования, так и оказания технической помощи сельскому хозяйству и мелким промышленным производствам, которые имеют самое непосредственное влияние на уровень занятости и сокращение бедности.

Нынешний кризис также подчеркнул проблемы использования в корыстных интересах ипотечного кредитования, предоставления кредитов бедным слоям населения и ссуд студентам на образование. Учитывая злоупотребления в практике кредитования бедных слоев населения, государства могли бы рассмотреть вопрос о том, являются ли существующие механизмы регулирования достаточными или программы прямого кредитования через банки госсектора были бы лучшим средством прекращения подобной практики.

Однако всегда существует опасность того, что активами государственных банков будут манипулировать в политических целях, а не использовать их для решения социальных задач, и в прошлом их репутация бывала запятнана. Тем не менее, недавний опыт государственных банков развития, имеющих более прозрачную структуру управления, вселяет надежду.

Государственные и частные банки должны сосуществовать в стабильной финансовой системе. Идея Кейнса о том, что государство берет на себя выполнение тех задач, которые частный сектор не может реализовать более эффективно, или там, где риски неспособности рынка справиться с этими задачами (включая и риски недобросовестности их выполнения) слишком высоки, может стать одним из принципов обеспечения устойчивого, ориентированного на развитие и всеобъемлющего банковского сектора.

В некоторых банковских системах большая доля банковских активов представляет собой кредиты правительству в форме авуаров государственных акций. Банки, действующие

шие подобным образом, неспособны справляться с выполнением самой главной социальной функции банков – предоставления кредитов населению. Это почти неизбежно препятствует росту и развитию. Следует побуждать государства задействовать разные механизмы использования банковской системы для облегчения производственной деятельности. Одним из них, в частности, может быть прием государством сбережений населения непосредственно через почтовую сеть с тем, чтобы сократить «спред» (spread) между процентом по банковским депозитам и комиссией, взимаемой банками по государственным ценным бумагам и, поступая таким образом, заставить банки искать иные способы увеличения доходности, связанной с расширением кредитования ими производственных предприятий.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ИНСТИТУТЫ

Необходимость нового глобального управления экономикой

Неспособность международных финансовых институтов принять эффективные меры по предотвращению глобального финансового кризиса и неадекватность ответной реакции на него продемонстрировали настоятельную необходимость реформирования существующих международных институтов. Также следует обратить внимание на политику и теорию, лежащие в основе их деятельности.

Необходимо обеспечить более эффективное право голоса и представительство развивающихся государств, которые в настоящее время представляют значительно большую часть мировой экономики, чем в 1944 г., когда были созданы Всемирный банк и МВФ. Развивающиеся страны как группа непосредственно заинтересованы и в более справедливой глобальной системе управления. Прежде всего, необходимо, чтобы реформирование существующих институтов восстановило доверие к ним как к подлинно международным организациям, способствующим экономическому росту, равенству и стабильности всех стран.

В настоящее время существует уникальная возможность провести реформу глобального управления экономикой. Текущий финансовый и экономический кризис выявил не только недостатки существующих международных организаций, но и явную потребность в более тесном сотрудничестве и координации мирового сообщества в его преодолении.

Проведенный нами анализ показывает, что существует не только необходимость коренного реформирования современных институтов, но в дополнение к этому и создания нового института, «Совета по глобальной экономической координации» (GECC), деятельность которого будет поддерживаться Международным комитетом экспертов. В то время как мы ясно осознаем озабоченность, вызываемую стремительным ростом числа международных организаций, и нежелание создавать дополнительные органы, потребность в таком Совете насущна, и мы поговорим о ней более подробно ниже.

Существующие в настоящее время международные институты и институциональные механизмы не только не смогли принять необходимые меры для прекращения дальнейшего развития кризиса, но и проводили такую политику, которая, как теперь признано, способствовала его возникновению и расширению, а также быстрому распространению из США, где он начался, на другие страны по всему миру. Без существенного реформирования этих институтов (что далеко не ограничивается сменой вывески) обеспечить финансовую стабильность будет чрезвычайно трудно.

Текущий кризис отражает проблемы, выходящие за рамки кредитно-денежной политики и регулирования финансового сектора. Он ясно показал, что глобализация торговли и финансов требует углубления международного сотрудничества и регулирования на глобальном уровне, как неоднократно подчеркивалось в предыдущих главах.

Но нынешний экономический и финансовый кризис не единственная проблема, стоящая сегодня перед мировым сообществом. Оно столкнулось с многочисленными взаимосвязанными угрозами беспрецедентного масштаба, помимо коллапса мировой финансовой системы и мирового экономического спада. Экономический кризис последовал за энергетическим и продовольственным кризисом, который также очень дорого обошелся многим развивающимся странам. Эти

кризисы, а также увеличивающийся разрыв между бедными и богатыми внутри отдельных государств и между государствами и риск системно значимых изменений климата, – все это взаимосвязанные мировые проблемы, угрожающие взорвать хрупкое состояние глобализации.

Глобальная экономическая интеграция («экономическая глобализация») обогнала развитие соответствующих политических институтов и механизмов по управлению глобальной экономической системой. Экономическая глобализация означает, что действия, происходящие в одной стране, сказываются на других. Необходимо коллективно действовать в глобальном масштабе, чтобы решить проблему не только этих глобальных внешних «взаимовоздействий», но и обеспечить формирование глобальных общественных благ. Среди них – стабильность мировой экономической системы и справедливые правила торговли.

Короче говоря, необходимы решительные коллективные действия в глобальном масштабе для достижения общих целей, особенно надлежащего и достаточного обеспечения глобальных и региональных общественных благ, а также более широких задач, согласованных на конференциях и саммитах ООН в последние два десятилетия. Без координации у государств по определению не будет достаточных стимулов инвестировать в общественные блага на глобальном и региональном уровнях (т.е. в экономическую, финансовую и экологическую стабильность).

То же самое относится и к общим социальным задачам, таким как борьба с бедностью. Для достижения устойчивого развития, необходимы более активные коллективные действия в некоторых регионах с тесными взаимосвязями. С принятием Декларации о целях развития тысячелетия международное сотрудничество еще раз подтвердило свою приверженность выполнению сверхважной задачи – ликвидации бедности. Был согласован совместный подход к ее решению, и многие страны пришли к взаимному пониманию относи-

тельно потребностей соответствующего финансирования и распределения расходов, связанных с этим. Тем не менее, за взятыми обязательствами необходимо следить и проводить их в жизнь.

Одним из самых важных глобальных общественных благ является сохранение окружающей среды. Казалось, что земная атмосфера обладает неограниченной способностью поглощать парниковые газы. Но теперь мы знаем, что это не так, и продолжение выпуска газов в атмосферу на нынешнем уровне создает угрозу всей планете. Предотвращение глобального потепления и негативных последствий изменений климата является архиважным глобальным общественным благом. Поэтому перед мировым сообществом стоит проблема коллективных действий, поскольку необходимо разработать международный свод правил и стимулов, обеспечивающих международное сотрудничество в сфере сохранения стабильного характера земной атмосферы.

Хотя финансовый кризис выявил серьезные структурные недостатки в современной системе управления экономикой, в частности недостаточную мотивацию к коллективным действиям (например, в обеспечении глобальных и региональных общественных благ и уменьшении бедности), а также неспособность институциональной структуры обеспечить последовательность, или, по терминологии ООН, – согласованность политики на глобальном уровне, многие явные проблемы существовали уже с давних пор. Существует и настоящая потребность в улучшении координации экономической политики в мировом масштабе. Также есть необходимость реформирования международной кредитно-денежной и финансовой систем с целью сделать их более всеобъемлющими и справедливыми для обеспечения эффективного и вызывающего доверие управления глобальной экономикой.

Некоторые развитые страны, такие как Великобритания и Франция, и многие развивающиеся страны, в частности члены Содружества, уже призывали к созыву международ-

ной конференции для превращения системы международного управления экономикой в новую Бреттон-Вудскую систему с тем, чтобы обеспечить подотчетность и прозрачность международной экономической политики и преодолеть слабости существующей системы. Мы согласны с тем, что существует настоятельная необходимость коренных реформ, и надеемся, что данный Доклад укажет некоторые пути продвижения в нужном направлении. Пока же в данной главе в основном пойдет речь об одной важной инициативе – создании «Совета по глобальной экономической координации» (GECC), а также о необходимых реформах существующих институтов. В следующей главе будут затронуты вопросы инноваций в глобальной архитектуре, которые, на наш взгляд, необходимы для устойчивого глобального роста и стабильности.

Данная глава подразделяется на пять разделов и приложение. В первом речь идет о международной системе управления экономикой; во втором – о предложении по созданию GECC; в третьем – о необходимом реформировании существующих финансовых институтов; в четвертом – о международной помощи; и, наконец, в пятом – о глобальной системе торговли и инвестирования.

Современная система

Существующая система международного управления экономикой полагается на два принципа: специализация и координация. Был создан ряд глобальных институтов – специализированных агентств, каждое из которых было уполномочено заниматься специальным и ограниченным кругом вопросов. Первыми такими экономическими институтами были специализированные агентства в рамках ООН – Всемирный банк и Международный валютный фонд. Третьим агентством должна была стать Международная торговая организация (МТО), к созданию которой призвал Гаванский

Устав. Она должна была заниматься торговой политикой, координацией политики в области занятости и положением развивающихся стран, но так и не была создана. «Выжило» лишь Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ), и оно послужило основой, почти 30 лет спустя, для создания Всемирной торговой организации (ВТО), которая формально не входит в систему ООН. Эти три послевоенных экономических института – Всемирный банк, МВФ и ГАТТ/ВТО – должны были работать, дополняя друг друга, на обеспечение устойчивого роста и развития, полной занятости и процветания, а также на восстановление и развитие экономического потенциала. Они были дополнены другими учреждениями системы ООН, которая включает как строго специализированные агентства с собственными структурами управления: Международная организация труда (МОТ), Продовольственная и сельскохозяйственная организация (ФАО), Организация по образованию, науке и культуре (ЮНЕСКО), Всемирная организация здравоохранения (ВОЗ) и другие, так и фонды и программы ООН (такие как, Программа ООН в интересах развития (ПродООН)), Программа ООН по защите окружающей среды (ЮНЕП) и Детский фонд ООН (ЮНИСЕФ).

Общая координация деятельности ООН в экономической, социальной и экологической сферах, включая и деятельность специализированных учреждений, поручалась Экономическому и социальному совету (ЭКОСОС), одному из главных органов ООН, в сотрудничестве с Генеральной Ассамблеей. Согласованность не является новой концепцией в области международных отношений, поскольку с самого начала идея ООН предусматривала, в теории, согласованную разработку политики для достижения совместно одобренных целей. И хотя система никогда не функционировала так, как было первоначально задумано, ее внутренняя логика остается весьма привлекательной; не реализованные до конца механизмы обеспечили поддержку послевоенному восстановле-

нию и «золотому веку» экономического роста, вдохновленного идеями Кейнса, вплоть до начала 1970-х гг.

Проблема эффективного глобального управления экономикой возникла из-за отсутствия – в мире независимых государств – адекватного органа или органов как координационного и контролирующего центра, а также способов обеспечения прозрачности и согласованности. Ряд проблем, таких как сотрудничество в сфере торговли товарами и услугами, трансграничные экологические вопросы, политика в сфере трансграничного движения рабочей силы, платежей и расчетов, регулирование, обязательное исполнение контрактов, курсы валют и другие, относящиеся к межгосударственным делам, приходится решать путем создания координационных механизмов, включающих оговорку о суверенитете (или, лучше, совместном суверенитете) в конкретных областях.

Ни Группа 7 развитых государств, ни Группа 20 не являются достаточно представительным глобальным авангардом, который смог бы руководить решением глобальных системных проблем. Группа 7 приняла ряд важных для развивающихся стран инициатив и поддерживает с ними постоянный диалог, особенно с государствами Африки. Хотя Группа 20 (фактически 22) имеет более широкую основу, тем не менее, 170 государств все еще не имеют в ней своего представительства.

Любая будущая структура управления должна обеспечивать широкое и надлежащее представительство развивающихся стран, включая наименее развитые страны, поощрять взаимодополняемость и согласованность действий и устанавливать связь между существующими и новыми международными форумами. Таким образом, хотя неформальные группы, такие как Группа 7 и Группа 20, могут выполнять полезную роль, им не следует позволять нарушать функционирование официальных институциональных механизмов и сводить к нулю их полномочия. Всеобъемлющий ответ на существующие проблемы потребует участия и вовлечения

всего международного сообщества. Помимо Группы 7 или Группы 20 к этому должна быть подключена вся Группа 192.

Организация Объединенных Наций является самым легитимным международным форумом для обсуждения и принятия решений по насущным проблемам современности, требующим коллективных действий. Она может, в частности, играть основную роль в достижении согласованности между различными участниками международных процессов. Учитывая конкретные институциональные задачи МВФ, Всемирного банка и других международных организаций, следует добиваться большей координации и политической подконтрольности их деятельности, а также достижения консенсуса в том, что касается расширения и определения целенаправленности их политики. Самой главной темой Конференции ООН по финансированию в целях развития и достигнутого в ее результате Консенсуса Монтеррея была необходимость усиления согласованности и последовательности в деятельности международных кредитно-денежной, финансовой и торговой систем с тем, чтобы они способствовали осуществлению согласованных в международном масштабе задач развития, включая достижение социальной и экологической стабильности.

Совет по глобальной экономической координации

Разнообразие международных институтов и организаций, наделенных конкретными полномочиями, требует создания общего представительного органа с широким видением экономических проблем, с которыми сталкивается современный мир, и адекватности существующих международных механизмов и институтов, включая их полномочия, инструменты и систему управления, для ответа на вызовы, стоящие сегодня перед человечеством. Необходимо создать представительный в мировом масштабе форум, который мы называем

Советом по глобальной экономической координации и который был бы призван всесторонне и системно решать проблемы функционирования глобальной экономической системы.

Международная комиссия экспертов

В качестве первоочередной меры следует учредить Международную комиссию экспертов с целью проводить оценку и мониторинг как краткосрочных, так и долгосрочных системных рисков, угрожающих глобальной экономике. Комиссия могла бы быть признанным на международном уровне экспертным органом, способствующим согласованности и эффективности глобальной системы управления, расширению диалога между политиками, учеными, международными организациями и авторитетными общественными движениями. Она должна заниматься анализом системных рисков относительно глобальной экономики, их причин и их влияния на развитие человечества. В сфере ее компетенции также должна быть разработка критериев определения системных рисков и рекомендаций, касающихся превентивных мер и разумной экономической политики. Помимо этого, Комиссия могла бы еще нести и функцию «раннего предупреждения», необходимость которого была отмечена еще в ходе работы Группы 20 и других международных встреч. Она также будет выявлять недостатки и пробелы в существующей системе глобальной экономики, особенно в сфере ее управления, и давать предложения по их устранению. Она могла бы, в частности, воспользоваться некоторыми предложениями, содержащимися в главе 5 данного Доклада, по глобальной резервной системе, новом механизме противодействия рискам и альтернативным предложениям по реструктуризации государственных долгов и решению проблемы трансграничных дефолтов.

Хотя основу ее деятельности составлял бы анализ экономических вопросов, она должна была бы учитывать соци-

альные и экологические аспекты экономической политики и их долгосрочные последствия. Кроме того, Комиссия должна выявлять препятствия на пути к достижению результатов экономического развития, социальных и экологических целей. Поэтому ее подход к осуществлению желательных экономических перемен должен быть многопрофильным и долгосрочным.

Комиссия должна состоять из экспертов, представляющих все континенты: ОЭСР, страны с переходной экономикой и развивающиеся страны. Она не должна полагаться исключительно на собственные исследования, но привлекать знания и ресурсы многочисленных признанных экспертов из всех стран мира. Подобные комиссии экспертов оказались бесценными в других сферах деятельности международного сообщества – там, где была потребность в экспертном мнении для поддержания политических процессов. Прекрасными примерами могут служить Межправительственная комиссия по изменению климата, которая сыграла решающую роль в перемене политики по отношению к глобальному изменению климата, и научная комиссия, которая подготовила Монреальскую конвенцию.

Полномочия и управление Советом по глобальной экономической координации

В перспективе Совет по глобальной экономической координации должен быть учрежден на уровне, соответствующем Генеральной Ассамблее (ГА) и Совету Безопасности (СБ) ООН. В его полномочия должны входить оценка развития и руководство процессом решения экономических проблем, требующих глобальных действий, при учете социальных и экологических факторов. На основании своего мандата она должна способствовать развитию, стремиться к согласованию политических задач, стоящих перед основными международными организациями, и помогать достижению государ-

ствами консенсуса в отношении эффективных решений глобальных экономических, социальных и экологических проблем. Его работа не должна ограничиваться лишь координацией деятельности существующих институтов. При поддержке Комиссии экспертов он должен также способствовать плодотворной деятельности глобальной экономической и финансовой систем и представлять международному сообществу свои рекомендации по устранению недостатков существующей системы.

Совет должен будет обладать мандатом в отношении системы ООН в экономической, социальной и экологической областях, включая Бреттон-Вудские институты и ВТО, формально включая ее в систему ООН. Но эти полномочия не будут ограничиваться лишь системой ООН, ее фондами и программами, как в случае с ЭКОСОС (который продолжит свою традиционную деятельность). Представительство в нем должно основываться на системе, призванной обеспечить участие всех континентов и всех ведущих экономик мира. В то же время Совет должен оставаться небольшим по составу в интересах плодотворных дискуссий и принятия эффективных решений. Кроме того, важную роль могло бы сыграть активное участие и консультации других влиятельных организаций, таких как Всемирный банк, МВФ, МОТ, ВТО и, конечно, Секретариат ООН.

Институты, созданные в результате Бреттон-Вудских соглашений, и региональные банки развития

В международной экономической финансовой архитектуре роль МВФ и международных и региональных банков развития по-прежнему важна. Мандат МВФ распространяется на обеспечение глобальной финансовой и экономической стабильности. Предполагалось, что Фонд будет осуществлять

надзор над экономической деятельностью своих государств-членов, предупреждать об экономических опасностях, консультировать по вопросам экономической политики и предоставлять финансовые средства тем государствам-членам, которые испытывают трудности с платежным балансом, а также помогать развивающимся странам достичь макроэкономической стабильности и поддерживать занятость. Хотя, как признали в самом МВФ, он не смог настолько хорошо, как ожидалось, определить системно значимую уязвимость к рискам или предвидеть нынешний кризис, Группа 20 возложила на него особую ответственность за оказание помощи развивающимся странам для выхода из кризиса. В то же время Группа 20 отметила недостатки в существующей системе управления. Для того чтобы деятельность МВФ стала полностью эффективной, как в том, что касается скорого преодоления кризиса, так и обеспечения долгосрочного роста и стабильности, необходимо провести коренную реформу не только его управления, но и той политики, которую он традиционно проводил.

Всемирный банк и региональные банки развития должны играть ключевую роль в поддержке развивающихся стран, способствовать их росту и стабильности и помогать их усилиям по борьбе с бедностью. В целях выполнения этих задач они предоставляют развивающимся странам льготные займы и гранты, а также оказывают техническую помощь. В рамках их полномочий по борьбе с бедностью и обеспечению устойчивого развития и всестороннего роста они должны проводить антициклическую политику по преодолению кризиса. Международные банки развития недавно пересмотрели свою политику, сменив прежний ортодоксальный, сугубо рыночный подход на новую стратегию списания долга с беднейших стран-должников, неспособных погасить свою задолженность, и снижения уровня бедности.

Серьезные недостатки в полномочиях, политике, использовании ресурсов и управлении этих институтов ограничи-

их способность принимать адекватные меры по предотвращению кризиса и преодолению его последствий и оказали негативное воздействие на их миссию по обеспечению устойчивого развития. Возможности МВФ поддерживать стабильность мировой экономики были подорваны значительно большими ресурсами и волатильностью глобально интегрированных частных финансовых институтов. А нескоординированные ответные национальные меры разных государств сделали эту задачу еще более сложной.

На эффективности Бреттон-Вудских институтов и доверии к ним негативно сказались недостатки в управлении (включая асимметричную систему голосования в их руководящих органах и недемократический процесс избрания их глав), неоднозначный характер их прогнозов, политики и прочих рекомендаций – например кабальные условия для стран-заемщиков и тенденция рекомендовать скорее проциклическую, чем антициклическую политику. Поэтому здесь также необходимы существенные реформы.

Рекомендации выделить значительные суммы развивающимся странам, которые оказались жертвами кризиса, разразившегося в мире развитых стран, были приняты в результате глобального консенсуса. Но возникли разногласия в отношении способов направления этих потоков капитала в развивающиеся страны. Жесткие условия, сопровождавшие такие акции в прошлом, во многих случаях оказывались контрпродуктивными. Как уже отмечалось в главе 2, это и некоторые другие опасения относительно роли МВФ, а также прошлый опыт привели к тому, что как заемщики, так и кредиторы стали неохотно обращаться к МВФ.

Надзор

Существует необходимость в независимом макроэкономическом надзоре, одинаковом для всех. МВФ не выполнял возложенных на него полномочий последовательно и бес-

пристрастно. Например, в последние десятилетия он в основном игнорировал свои обязанности по поддержанию роста и занятости и сосредоточил свои усилия почти исключительно на обуздании инфляции. Он также поддерживал финансовую либерализацию, включая движение капиталов, хотя положения его Устава совершенно недвусмысленно разрешают государствам контролировать потоки капиталов. Накануне текущего кризиса МВФ оказался неспособен заранее предупредить о нем – в отличие от учреждений ООН, заявлявших об этом в ряде своих публикаций, таких как «Экономическая ситуация в мире и ее перспективы» (World Economic Situation and Prospects) и «Доклад о торговле и развитии» (Trade and Development Report).

Особый надзор должен быть установлен в отношении тех стран и секторов экономики, которые имеют системное значение, включая финансовые сектора США и Европы. Следует также обратить внимание на адекватные механизмы – «предохранители», которые могли бы предотвратить распространение проблемных ситуаций из одной страны в другие.

Совет по глобальной экономической координации и Международная комиссия экспертов могут сыграть важную роль в наблюдении за адекватностью надзора и за тем, были ли устранены отмеченные недостатки.

Общественные блага и международные банки развития

Действия развивающихся стран, способствующие предоставлению общественных благ в глобальном и региональном масштабах, нуждаются в дополнительном финансировании, – иначе будут скомпрометированы все остальные задачи развития, стоящие перед нами. Поэтому обеспечение глобальных и региональных общественных благ должно стать важной частью деятельности и полномочий институтов развития. В некоторых сферах, таких как борьба с изменениями климата, необходимо дать оценку разным факторам, связанным

с предоставлением общественных благ, в том числе соответствующих полномочий Рамочной Конвенции ООН по изменению климата (UNFCCC) и Всемирного банка.

Учитывая критический характер изменения климата, особенно важно поддержать усилия развивающихся стран по сокращению вредных выбросов в атмосферу. Структура расходов, связанных с финансированием действий по борьбе с изменениями климата, будет рассматриваться в ходе соответствующих переговоров в рамках ООН. С точки зрения развития ключевой вопрос здесь заключается в том, чтобы развивающиеся страны рассматривали задачи, связанные с климатическими изменениями, как составную часть программы устойчивого развития и чтобы все заинтересованные стороны действовали сообща. В этих целях необходимо задействовать весь набор существующих инструментов развития, все процедуры и институты, совершенствуя их в процессе деятельности. Международное финансирование решения климатических проблем должно происходить в рамках Рамочной Конвенции ООН и служить выполнению поставленных в ней задач по борьбе с климатическими изменениями и адаптации к ним.

Управление

В мире растет согласие в отношении реформы управления, подотчетности и прозрачности международных финансовых институтов. Реформы в сфере управления должны основываться на общем понимании полномочий и стратегических задач соответствующих институтов. Несоответствие между весомой экономической и финансовой ролью развивающихся стран в мировой экономике и их ролью как получателей помощи МВФ и Всемирного банка, с одной стороны, и их представительством в этих организациях, с другой, является одним из факторов утраты легитимности и адекватности

подхода этих институтов к решению системных проблем. Поэтому одной из приоритетных задач текущего момента должно стать большее представительство и более весомый голос развивающихся стран в международных финансовых организациях. Реформа управления, в частности, должна усилить позиции стран с низкими доходами.

Участие развивающихся государств является важным фактором, если на повестке дня стоит надлежащее предоставление общественных благ в глобальном и региональном масштабах, таких как защита от климатических изменений и финансовая стабильность. Соответственно, эту повестку дня можно успешно претворить в жизнь, только если перспективы развития развивающихся стран будут должным образом учитываться при принятии решений на мировом уровне.

Реформа управления МВФ

Для усиления эффективности и легитимности МВФ необходимо усовершенствовать его систему управления, чтобы она полностью отвечала изменениям в мировой экономике. Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, включая самые бедные, должны обладать большим весом и более широким представительством. Исходя из этого следует ускорить реформу управления этим институтом, включая обеспечение большей прозрачности и предоставление развивающимся странам более широкого права голоса. Интересные рекомендации по данному вопросу содержатся в докладе Комитета авторитетных специалистов по реформе управления МВФ во главе с Т. Манюэлем. МВФ (наряду с другими международными организациями) должен стремиться к более высоким стандартам прозрачности, соблюдения принципов, подобных тем, которые содержатся в Законах о свободе информации и Законах о праве на получение информации, которые приняты во всех демократических государствах мира.

Решения относительно более широкой реформы, принятые Советом управляющих МВФ на своем ежегодном заседании в Сингапуре в 2006 г. и в Вашингтоне в 2008 г., не привели к сколь-нибудь значительному прогрессу. Реформа по квотам представительства проводилась лишь на основе *ad hoc* в начале в 2006 г. в отношении небольшой группы стран с переходной экономикой, а затем в апреле 2008 г., – в отношении несколько большего числа государств-членов. В результате она свелась лишь к второстепенным изменениям, которые не смогли существенным образом изменить баланс сил между развитыми и развивающимися странами. Принятая Советом управляющих МВФ от апреля 2008 г. новая формула расчета квот представительства недостаточна для решения проблемы управления. Фактически новая формула изменяет баланс голосования в пользу развитых государств за счет стран со средним и низким уровнем доходов, и лишь весьма скромный прогресс был достигнут благодаря добровольному отказу от своих голосов основных промышленно развитых стран и принятия решений *ad hoc*. Следовательно, для обеспечения более всеобъемлющей и представительной системы управления МВФ необходима усовершенствованная формула представительской квоты и/или альтернативные процедурные реформы.

Большей значимости права голоса бедных стран можно достичь путем увеличения квот или доли базовых голосов. При создании МВФ в 1944 г. количество базовых голосов устанавливалось из расчета 250 для каждого государства-члена, что составляло 11,3% от всего голосующего состава при 44 государствах-членах. Однако в результате роста квот с течением времени доля базовых голосов значительно снизилась и к середине 2000-х достигла минимального уровня в 2,1% от всего голосующего состава при 184 государствах-членах! Принятое в апреле 2008 г. решение Совета управляющих МВФ с целью переломить эту тенденцию путем трехкратного увеличения базовых голосов привело лишь к увели-

чению доли базовых голосов до 5,5% текущего голосующего состава, чего явно недостаточно для восстановления первоначальной доли, не говоря уже об увеличении весомости основных голосов.

Применение системы голосования двойным большинством для принятия более широкого круга решений могло бы компенсировать существующее неравенство в системе голосования в МВФ. В настоящее время для изменения его Устава требуется двойное большинство – 85% всего количества голосов, представляющих 60% от числа всех государств-членов. Голосование двойным большинством (т.е. доли и главы – *shares & chairs*) должно быть распространено на процедуру избрания Управляющего директора и главы Комитета МВФ, а также на процедуру принятия решений по ключевым вопросам политики и одобрения доступа к кредитным операциям. В то же время при проведении реформы следует рассмотреть возможность ликвидации права вето в отношении решений, касающихся изменений Устава. Эти изменения могли бы способствовать укреплению чувства причастности к МВФ, если бы требовался значительный перевес голосов государств-членов в поддержку ключевых решений, определяющих направление деятельности данной организации. Следует также рассмотреть возможность альтернативных форм двойного большинства (в частности, развитых и развивающихся стран).

Реформа управления Международным банком реконструкции и развития

Некоторые основные принципы реформы МВФ можно было бы применить и к реформированию других международных финансовых институтов, таких как, например, Всемирный банк. Однако полномочия Банка как банка развития отличаются от мандата МВФ, поэтому его система управления должна также отражать это отличие. Следовательно, необходимы

соответствующие конкретные механизмы управления Всемирным банком для определения прав участия государств-членов.

Первая стадия реформы голосования во Всемирном банке должна быть осуществлена в самое ближайшее время. Удвоение базовых голосов и третье место для стран Африки в Совете банка увеличат влияние развивающихся стран. Следует ускорить и завершить к весенней сессии в 2010 г. вторую стадию, в центре внимания которой должна быть реформа представительских квот. В отношении реформы квот необходимо руководствоваться тремя критериями распределения голосов: экономическим весом государств-членов, их вкладом в деятельность Всемирного банка (например, соразмерным с их вкладами в Международную ассоциацию развития и трастовые фонды) и уровнем заимствований в Банке. Два последних критерия поощряли бы государства-члены за их тесное сотрудничество с Банком.

Учитывая вызовы, ожидающие мир в будущем, такие как финансовый кризис и изменения климата, вторую стадию процесса реформирования следует начать с всестороннего обсуждения мандата Банка и его стратегических целей. Группа Всемирного банка уже имеет несколько «ветвей», таких как Международная ассоциация развития и Международный банк реконструкции и развития (МБРР), с их собственными структурами управления. Новые сферы или традиционные, которые вновь становятся объектами внимания, такие как возрастающая роль Банка в обеспечении глобальных и региональных благ или помощь торговле, также могут потребовать создания новых структур управления наряду с новыми методами взаимодействия с другими глобальными институтами.

Общие вопросы

Другие важные реформы управления включают реформы методов избрания глав организаций и других руководителей высшего звена, а также реформы конфликта интересов (прин-

цип «вращающихся дверей»), соответствующие лучшим образцам практики, принятой в демократических системах управления. В МВФ и Всемирном банке процесс отбора руководителей высшего звена должен носить открытый характер и основываться на реальных заслугах кандидатов в руководители. Традиции, существующие во Всемирном банке и МВФ в отношении выбора руководителей, имеют мало смысла в XXI веке.

Принимая во внимание влияние программ МВФ и постоянное расширение его деятельности в сферах развития и борьбы с бедностью, представляется нецелесообразным, чтобы МВФ отражал лишь точку зрения представителей министерств финансов и центральных банков. Следует более полно учитывать мнения министерств развития и планирования. Этот же принцип относится и ко Всемирному банку, поскольку с течением времени в сферу его полномочий вошли новые задачи, в частности в области обеспечения глобальных и региональных общественных благ, таких как здравоохранение и охрана окружающей среды. Следование этому принципу будет способствовать взаимосвязи и согласованности политики национальных правительств и международных организаций.

Другие международные финансовые организации

Управление глобальным финансовым регулированием продолжает вызывать опасения. В то время как внутри государств регулирующие органы компетентны защищать наиболее уязвимых в пределах своей территории, распространить эти полномочия за пределы границ весьма сложно. Нынешний кризис показал, как ненадлежащее регулирование в одном государстве может негативно повлиять на другие. Если не будет эффективной координации финансового регулирования на глобальном уровне, как уже отмечалось в главе 3, то всегда

будет присутствовать риск фрагментации глобальной финансовой системы, поскольку каждая страна постарается защитить себя от опасных продуктов и практик, грозящих проникнуть из-за границы. (Хотя многое из того, что следует сделать на международном уровне, трудно осуществить в краткосрочной перспективе, все же многое можно сделать на национальном уровне без предварительной международной договоренности. Об этом более подробно шла речь в главе 3.)

Существующие международные механизмы оказались явно бессильны по причинам, о которых более подробно будет сказано ниже. Международное сообщество уже в который раз стоит перед трудным выбором между реформированием существующих институтов и созданием новых. Реформа существующих институтов может оказаться трудной, поскольку их сотрудники привержены экономическим теориям, которые столь сильно повлияли на возникновение кризиса. Более того, не говоря уже о полной реформе, оказалось весьма сложно хотя бы добиться доверия к ним, особенно в развивающихся странах. Поэтому есть настоятельная необходимость рассмотреть возможность создания новой глобальной финансовой администрации для координации финансового регулирования в целом и учредить/согласовать глобальные нормы и правила в определенных сферах, например в отмывании денег и налоговых тайн. (В главе 3 говорилось о той роли, которую должен сыграть Комитет экспертов ООН по международному сотрудничеству в налоговой сфере в этом вопросе.)

Форум по финансовой стабильности начал действовать после финансового кризиса 1997–1998 гг., чтобы способствовать международной финансовой стабильности, совершенствовать деятельность финансовых рынков, противодействовать тенденции распространения финансовых потрясений из одной страны в другую и укреплять основы поддержания мировой финансовой стабильности. Теперь стало очевидным, что реформ, предложенных им, оказалось недостаточно для того, чтобы избежать существенной глобальной финан-

совой нестабильности. Это означает, что необходима коренная реформа, если только мы хотим быть уверены в том, что Форум реализует свой мандат. В апреле 2009 г. Форум был воссоздан – теперь как Совет по финансовой стабильности. В главе 3 объяснялась необходимость серьезного регулирования, что является существенным отходом от позиции Форума. Проведение незначительных изменений в системе регулирования ничуть не улучшит сложившейся ситуации и не послужит эффективной защитой от будущих кризисов.

Более глубокие реформы Совета по финансовой стабильности должны соответственно коснуться его управления, полномочий и экономических перспектив. Первоначальные меры по укреплению и реформированию Форума (теперь Совета) должны, как было заявлено в апреле 2009 г. на саммите Группы 20, именно лишь положить начало продвижению к значительно более представительному, адекватному и эффективному финансовому регулированию как на национальном, так и на международном уровнях. Далее необходимо, например, как было предложено, расширить членство в Совете, чтобы в мире появилась уверенность в его эффективности и объективности, но реформы управления и представительства особо не продвинулись.

В частности, Совет по финансовой стабильности и другие институты, разрабатывающие соответствующие стандарты регулирования, должны стать более представительными и подотчетными, чтобы адекватно отражать мнения развивающихся стран и сложившиеся в них условия. Большинство этих стран не представлены в современных организациях, устанавливающих стандарты. Базельский комитет Банка международных расчетов и Форум/Совет по финансовой стабильности устанавливают важные мировые экономические стандарты в таких сферах, как распространение аналитической информации, банковский надзор, финансовое регулирование и корпоративное управление. Хотя Базельский комитет первоначально намеревался разрабатывать нормативы

для крупных банков, действующих в международном масштабе, его предложения относительно нормативов были приняты большинством стран. В результате недостаточное представительство развивающихся стран в этих органах, созданных на основе *ad hoc*, привело к тому, что их анализ и рекомендации оказались неполными и в некоторых критических аспектах искаженными. Игнорирование того факта, что разные страны находятся на разных уровнях экономического развития и обладают разными финансовыми и институциональными возможностями, является камнем преткновения на пути к глобальному принятию стандартов и кодексов, подготовленных этими непредставительными организациями. Эта дилемма – главное препятствие к их эффективному и повсеместному исполнению. И хотя разработчики стандартов время от времени связываются с развивающимися странами и странами с переходной экономикой, подобные консультации не заменят непосредственного участия в принятии решений.

Задача обеспечения согласованности принципов регулирования между национальными регулирующими органами должна осуществляться международными организациями по разработке стандартов, такими, например, как Совет США по стандартам финансовой отчетности (FASB), при поддержке Секретариата ООН, который мог бы учитывать самые разнообразные точки зрения. Для того чтобы эту роль глобального органа по определению системных финансовых рисков взял на себя Совет по финансовой стабильности, ему потребуется международный мандат, выходящий за рамки его настоящего мандата и мандата Банка международных расчетов. Финансовое регулирование на международном уровне потребует, помимо координации деятельности центральных банков (основных клиентов Банка международных расчетов), более широкой координации, включающей структуры, ответственные за регулирование корпораций и рынков ценных бумаг. При этом стандарты финансовой отчетности должны фигурировать среди его ключевых приоритетов.

К тому же, если Совет по финансовой стабильности намерен стать главным инструментом разработки реформ глобальной финансовой системы, он должен полнее учитывать специфику экономики развивающихся стран, равно как и то, каким образом нормативы развитых государств могут повлиять на экономику развивающихся стран, а также важность финансовой стабильности для экономического развития. Но, помимо этого, он еще должен осознавать, как регулирование и развитие финансового сектора могут сказаться на экономическом росте развивающихся стран. Прежние регулирующие структуры (Базель I и Базель II) в дополнение ко всем своим пробелам и недостаткам отличались еще и дискриминацией в отношении развивающихся стран (возможно, не преднамеренно).

Вызов заключается в том, чтобы создать представительные в глобальном масштабе институты, которые осознают проблемы и интересы промышленно развитых стран, стран с переходной экономикой и развивающихся стран. Даже если учесть, что изменить институциональные культуры весьма нелегко, все же более широкое и адекватное представительство в Банке международных расчетов и Совете по финансовой стабильности приведет не только к более справедливой системе, но и к лучшему регулированию, результатом которого станет более стабильная глобальная финансовая система и улучшение благосостояния для всех. Уменьшится доминирующее влияние тех, кто получал преимущества от современного устройства, а голос других стран, не получавших выгоды, усилится. Но, как подчеркивалось в главе 3, саморегуляция не работает, а регулирование, определяемое теми странами, которые доминируют в данном секторе, должно рассматриваться в лучшем случае как проблематичное. Возросший контроль международной общественности над управлением международной финансовой системой требует, чтобы о важнейшей деятельности по разработке стандартов, как минимум, сообщалось межгосударственному органу –

такому, как Совет по глобальной экономической координации, о котором говорилось выше, для ее координации.

Кроме того, тревогу вызывает также и отсутствие подотчетности основных частных организаций по разработке стандартов. Частные организации, такие как Международный совет по стандартам отчетности (IASB) и Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), устанавливают, например, стандарты трансграничного регулирования, которые оказывают системно значимое влияние на международную финансовую систему. Тем не менее, они не подлежат какому бы то ни было политическому контролю. Возросший надзор со стороны мировой общественности над управлением международной финансовой системой требует, чтобы о важнейшей деятельности по разработке стандартов, как минимум, сообщалось межгосударственному органу для ее одобрения. Это особенно важно в свете взаимозависимости разных сегментов финансового рынка. Глобальные банки постоянно расширяли свои операции на рынках ценных бумаг и теперь владеют брокерскими фирмами и компаниями, занимающимися сделками с ценными бумагами, или контролируют их.

Международные займы и официальная помощь в целях развития

Существует настоятельная необходимость выполнения донорами своих обязательств по дву- и многосторонним соглашениям о предоставлении официальной помощи в целях развития (ODA). Развитые государства должны возобновить усилия по выполнению к 2015 г. обязательств, содержащихся в Декларации тысячелетия ООН, Монтеррейском Консенсусе, решениях Мирового Саммита 2005 г. и Декларации, принятой в Дохе. О последствиях невыполнения этих обязательств уже говорилось в данном докладе.

Необходимость дополнительного финансирования развивающихся стран

Финансирование необходимо для смягчения негативных последствий кризиса для развивающихся стран, а также для устранения неравных правил игры, созданных программами масштабного стимулирования и финансового спасения собственных компаний индустриально развитыми странами, включая огромные субсидии финансовым учреждениям и корпорациям и предоставление им широких гарантий. (См. главу 2.)

Эффективность помощи

Чтобы помощь стала действительно эффективной, необходимо усовершенствовать процесс ее предоставления. Монтеррейский Консенсус 2002 г. провозгласил, что «эффективное партнерство доноров и реципиентов помощи основывается на признании национального права собственности на планы развития и руководство ими, и на этой основе необходимо проводить здравую политику и осуществлять добросовестное управление на всех уровнях, чтобы обеспечить эффективность официальной помощи в целях развития». Парижская декларация 2005 г. об эффективности помощи попыталась придать действенность этим принципам. Несмотря на достойное похвалы лидерство ОЭСР в этой области, более универсальный орган, где все представленные стороны разделяют ответственность за выполнение задачи, мог бы активно руководить процессом дальнейшего усиления эффективности предоставляемой помощи. Форум по сотрудничеству в целях развития ЭКОСОС начал обнадеживающую работу в этом направлении.

Условия доноров и реализация национального права собственности на стратегии развития были самыми спорными вопросами на переговорах 2008 г. в Аккре по разработке Плана действий, который вновь подтвердил, что без рефор-

мы условий предоставления помощи национальное право собственности и эффективное руководство так и останутся недостижимыми целями. Для того, чтобы обеспечить национальное руководство, необходимо общее понимание того, какие условия адекватны и взаимоприемлемы. Реципиенты помощи должны активно участвовать в разработке Плана действий и деятельности международных институтов, занимающихся предоставлением помощи на цели развития. «Официальная помощь в целях развития» не должна ослаблять подотчетность государства, демократические процессы, парламентский контроль или усилия государства по разработке, обсуждению и выполнению стратегий развития, отвечающих национальным особенностям его экономического развития.

Как это ни иронично звучит, «Официальная помощь развитию» оказалась самой волатильной среди всех потоков иностранного капитала в беднейшие страны мира. Чтобы помощь стала эффективной, ее необходимо сделать более предсказуемой. Международное сообщество должно принять все усилия к тому, чтобы реально увязать программы предоставления помощи с национальными приоритетами.

Использование показателей управления (а в более широком смысле, индикаторов оценки государственной политики и институтов) при принятии решений о выделении помощи и об иных формах международного сотрудничества оказалось сильно дискредитированным. Тем не менее, подобные индикаторы в настоящее время являются решающим элементом при определении возможности предоставления помощи развивающимся странам и финансирования их долгов. Они не должны больше использоваться в качестве основы для принятия решений о предоставлении помощи развивающимся странам, поскольку являются скрытой формой навязывания условий.

Увеличение ресурсов международных финансовых институтов

Необходимо предпринять шаги для обеспечения Всемирного банка и региональных банков развития достаточными финансовыми средствами, чтобы эти институты были в состоянии осуществлять меры антициклического характера. Следует определить потребности ряда международных финансовых институтов в увеличении капитала. Без сомнения, таковыми являются Азиатский и Межамериканский банки развития. Также следует заранее пополнять фонды Международной ассоциации развития, поскольку без такого пополнения и/или других форм увеличения финансовых средств многие развивающиеся страны были бы не склонны воспользоваться средствами Ассоциации для борьбы с кризисом из-за опасения нехватки этих средств в последующие годы.

В интересах быстрой и адекватной реакции на грядущие кризисы политика и весь арсенал средств, применяемых международными банками развития, должны быть пересмотрены. Возможно, потребуются расширить сферу их полномочий (включая поддержку «сети безопасности», меры социальной защиты, о чем речь шла выше) и разработать методы ускоренной подготовки проектов.

Кроме того, следует оказывать поддержку усилиям на региональном уровне по укреплению ликвидности. Механизмы регионального сотрудничества могут быть особенно эффективны, если страны-участницы признают трансграничное воздействие внешних факторов и с большим пониманием отнесутся к особенностям условий развития соседних стран.

Быстрое увеличение ресурсов МВФ

Увы, но средств текущего кредитования МВФ недостаточно, чтобы дать возможность развивающимся странам адекватно решать проблемы их все более ухудшающегося положения. Для выполнения МВФ своей компетенции по стабилизации

мировой экономики и по удовлетворению возросших потребностей его членов в условиях нестабильности современной международной обстановки позиции Фонда должны быть усилены посредством существенного увеличения его возможностей предоставлять кредиты в соответствии с недавними лондонскими решениями G-20. Это потребует пересмотра различных опционов, включая размещение дополнительных СДР согласно уже достигнутым договоренностям, заключение двусторонних кредитных договоров, увеличение числа участников и масштабы Новых договоров о заимствованиях, а также завершение пересмотра квот, предусмотренное на 2011 г. Увеличение средств должно одновременно сопровождаться достижением решающего прогресса в проведении давно просроченных реформ, касающихся управления и голосования, о чем речь шла выше.

Погашение долгов

Некоторые развивающиеся страны сталкиваются с проблемами непогашенных долгов. Новая структура, призванная решать эти проблемы, была недавно представлена международными финансовыми институтами. Ее цель – предотвращать в превентивном порядке проблемы, возникающие в связи с обслуживанием долга, путем сведения к минимуму ситуаций, когда страна будет вынуждена брать на себя новые долговые обязательства. Однако нынешний кризис вынуждает внести коррективы в оценку политики международных банков развития (как с точки зрения того, что считать динамикой погашения долга, так и понимания адекватной реакции на ситуации нестабильной динамики погашения долга). Странам, в которых кризис представлял серьезную угрозу погашению долга, должна быть предоставлена возможность приостановления его выплаты, а в случае необходимости даже его частичного аннулирования в рамках международных механизмов регулирования долгов (подробнее см. главу 5).

Кроме того, страны с низким уровнем доходов в первую очередь нуждаются в доступе к максимально льготному получению финансовых средств и грантов, чтобы полностью покрывать свои затраты на жизненно важные общественные нужды и принимать должные антикризисные меры с целью избежать долговых трудностей. Регулятивные меры G-20 носят в этом отношении крайне ограниченный характер. Поэтому необходимо изучить различные варианты решения данной проблемы. Например, досрочное восполнение фондов Международной ассоциации развития. Международные банки развития и другие доноры должны также предпринять необходимые усилия для разработки гибких механизмов погашения долгов в ответ на отрицательное внешнее воздействие кризиса. Следует также изучить вопрос о возможности разработки новых механизмов смягчения рисков и их распределения.

Новый механизм кредитования

Для мобилизации дополнительных фондов необходимо срочно создать новый механизм кредитования. Этот новый механизм, который детально обсуждался в главе 2, мог бы привлекать финансовые средства из всех стран. С его помощью можно было бы повышать доходность любого инвестиционного фонда путем получения заемных средств на финансовых рынках. Страны, накопившие большие резервы, включая и страны, экспортирующие сырье, могли бы использовать излишки своих резервов для прямых инвестиций в развивающиеся страны. Это было бы выгодно и для развивающихся стран, и для мировой экономики в целом, если бы сбережения из стран с переходной экономикой могли бы быть по крайней мере частично переведены в проекты, касающиеся развивающихся стран. Возможности нового кредитного механизма могли бы быть расширены с помощью государственных гарантий, в первую очередь промышленно разви-

тых стран. В главе 2 рассматривались различные варианты использования этих средств, включая инвестиционные проекты в ключевых секторах экономики, таких как сельское хозяйство, финансирование временных гарантий под кредитование торговли или под долговые обязательства национальных корпораций, чтобы предупредить риск их банкротства. Ныне действующая финансовая система не располагает подобного рода механизмами посреднического типа.

Торговля сырьевыми товарами и компенсационное финансирование

Волатильность внешнеторговых поступлений в странах, зависящих от экспорта сырья, с давних пор считалась основным источником нестабильности мировой торговли. Без принятия протекционистских мер эти страны не только переживают периодические подъемы и спады, но и постоянно испытывают финансовые трудности, нуждаясь в дополнительной помощи в случае падения цен на сырье. Развивающиеся страны, зависящие от резких колебаний экспортных цен на сырьевые товары, нуждаются в создании стабилизационных фондов, равно как и в других методах управления экономикой, чтобы уменьшить отрицательное влияние цикла подъем-спад, в том числе ограничивая заимствования в фазе подъема. Но такое управление неизбежно окажется несовершенным, и потребуется компенсационное финансирование. Однако очень важно, чтобы оно осуществлялось без навязывания контрпродуктивных условий. Международное сообщество, включая международные финансовые институты, должно при этом идти по пути смягчения рисков, вызываемых колебаниями цен на сырье. Для этого, видимо, могло бы быть целесообразным предоставлять кредиты, погашение которых увязывалось бы с изменениями цен на сырье.

Торговля и инвестиции

ВТО – единственная универсальная международная организация, компетентная разрабатывать нормы регулирования мировой торговли и решать торговые споры. ВТО – это также единственная универсальная международная организация, которая по настоянию основных развитых стран не заключила межинституциональных соглашений с ООН (точнее, Соглашением об эффективном сотрудничестве с другими международными организациями – Отношения между ВТО и ООН от 15 ноября 1995 г. предусмотрено лишь информационное сотрудничество), хотя самостоятельно взяла на себя обязательства, согласованные с Бреттон-Вудскими институтами. Учитывая статус ВТО как основного партнера и заинтересованной стороны в финансировании мер в интересах развития, осуществляемых под эгидой ООН, она должна быть вовлечена в систему ООН по управлению мировой экономикой, оставаясь при этом с правовой точки зрения институционально самостоятельной.

Благодаря механизму ВТО по решению споров небольшие и слабые в экономическом отношении страны могут защищаться от недобросовестной торговой практики. Но асимметрия в обладании правовыми и другими ресурсами, равно как и ограниченное участие развивающихся стран в разработке действующего механизма регулирования торговли, сводят к минимуму возможности для стимулирования справедливости и развития. Неадекватная практика ВТО в вопросах присоединения к организации, механизмы решения споров и методы ведения переговоров также ставят развивающиеся страны и новых членов в невыгодное положение. И кроме того, существуют опасения, что ВТО послужит моделью для аналогичной организации в области международных финансов. Все страны, присоединившиеся к принципам и соглашениям ВТО, должны стать ее членами. Пора положить конец современной практике «входных поборов». Осо-

бенно это касается развивающихся стран. Те из них, которые хотят стать членами ВТО, не должны подлежать более жестким условиям, чем страны, уже вступившие в эту организацию. Кроме того, развитые страны должны предоставлять развивающимся дополнительные ресурсы, чтобы обеспечить их равное правовое представительство в механизме решения споров.

Увеличение числа двусторонних соглашений может дискредитировать систему многосторонней торговли. Действительно, фрагментарность мировой торговли – основной недостаток системы свободной торговли. Имеющие ключевое значение «правила происхождения», например, затрудняют свободное трансграничное движение товаров и услуг, являющихся одной из целей многосторонней торговли. Развивающиеся страны часто поставлены в менее благоприятные условия при ведении торговых переговоров на двусторонней основе, нежели в многосторонних переговорах.

Протекционизм в разгар кризиса

Реформа регулирования международной торговли способна положить конец протекционизму и вселить уверенность во времена кризиса. Однако нынешний кризис показал, что эффективность антикризисных мер имеет свои пределы. Следует рекомендовать ВТО осуществлять контроль за протекционистскими мерами в период нынешнего кризиса.

Для нынешнего глобального кризиса характерно существенное падение мировой торговли. Сокращение объемов торговли представляет собой гораздо большую опасность для мировой экономики, чем во времена Великой депрессии, так как в наши дни торговля намного важнее для народного хозяйства многих стран. От сокращения торговли сильно пострадали страны с низким уровнем доходов, полностью зависящие от экспорта. А экспортеры сырьевых товаров пострадают вдвойне в результате падения цен на сырье.

Протекционизм еще в большей степени усугубляет эти неизбежные отрицательные последствия глобального сокращения международной торговли. Рост протекционизма стал повсеместным. В своем первом коммюнике Группа 20 предупреждала об этой опасности, а ее участники взяли на себя обязательство избегать протекционистских мер, хотя противостоять давлению сторонников протекционизма было довольно трудно.

Торговые ограничения, субсидии, гарантии собственным производителям, а также ограничение доступа иностранных участников к рынку государственных заказов, составляющих содержание ряда стимулирующих мер и программ по оздоровлению экономики, отрицательно сказываются на состоянии мировых рынков. И хотя нормы международных соглашений одинаковы для стран-участниц, различие экономического и социального положения каждой из них приводит к тому, что применение формально «симметричных» норм регулирования может привести к явно асимметричным результатам.

Например, механизм регулирования государственных закупок в рамках пакета мер по финансовому стимулированию чреват серьезными нарушениями конкуренции в ущерб развивающимся странам, так как участниками многосторонних соглашений в ВТО о государственных закупках являются в основном промышленно развитые страны.

Субсидии, скрытые и явные, могут служить таким же (если не большим) препятствием развитию открытой и справедливой торговли, как таможенные тарифы (более подробно см. главу 2). Общеизвестно, что субсидии, как и тарифы, могут создавать неравные правила игры. Но субсидии еще более несправедливы, поскольку их могут позволить себе только богатые страны. Фирмы развивающихся стран просто не в состоянии конкурировать с компаниями развитых стран, которые получают существенную помощь, будь то в форме прямых (включая финансовое спасение), будь то менее явных субсидий (гарантии или возможность получения кредитов

от правительства или центрального банка). Хотя потребности предоставления субсидий на национальном уровне вполне объяснимы, необходимо предпринимать усилия и для оказания дополнительной финансовой поддержки развивающимся странам, чтобы ослабить негативное влияние мирового кризиса, равно как и прямых и скрытых субсидий во избежание дальнейших диспропорций.

ВТО должна систематически давать оценку политике своих стран-участниц в том, что касается принимаемых ими мер по стимулированию и оздоровлению экономики, уделяя при этом должное внимание контролю за соответствием этих мер букве и духу соглашений ВТО. Они также должны учитывать требования сложившейся ситуации и возможные отрицательные последствия, прежде всего, для развивающихся стран. Необходимо любой ценой избежать возврата к политике выживания за счет соседа, противодействовать которой должно было создание ВТО.

Основное внимание при этой оценке должно уделяться «легальным» и «нелегальным» протекционистским мерам. Примером мер «легального протекционизма», но тем не менее причиняющих ущерб, могут служить упомянутые выше национальные меры, регулирующие государственные закупки. Другие примеры включают все более широкое применение «нетарифных ограничений», таких как защитительные и антидемпинговые пошлины. Так, уже давно общепризнано, что антидемпинговые критерии права ВТО не соответствуют традиционным понятиям грабительских цен («несправедливой конкуренции») и представляют собой явное отступление от принципов ВТО о недискриминации: если бы эти критерии применялись на национальном уровне, то большая часть фирм развитых стран не избежала бы обвинения в демпинге. Признано также, что эти критерии могли применяться и применялись с целью дискриминации развивающихся стран. Нетарифные барьеры подобно тарифам типа «выживай за счет соседа» могут вызвать ответные репрессалии, например

введение антидемпинговых и компенсационных пошлин. И это замедлит прогрессивное становление режима открытой и справедливой глобальной торговли.

В то же время на ряд развивающихся стран оказывается давление с тем, чтобы они не повышали размер ввозных пошлин, даже если эти пошлины значительно ниже установленных ставок и их повышение направлено на стабилизацию экономического положения и могло бы помочь в борьбе с кризисом.

Эти проблемы (равно как и рассмотренные в предыдущей главе проблемы либерализации финансовых рынков) свидетельствуют о неэффективности действующих глобальных регулирующих механизмов, в частности касающихся нетарифных барьеров, либерализации финансовых рынков и способности должным образом ответить на вызовы кризиса.

В нашем предварительном Докладе (февраль 2009 г.) мы призывали развитые страны открыть в одностороннем порядке свои рынки для товаров наименее развитых стран путем придания всеобщего характера и оказания усиленной поддержки инициативе «Всё, кроме вооружения». В развитие этой инициативы предлагалось также, чтобы страны со средним уровнем доходов открыли свои рынки для меньших и более бедных стран, что могло бы быть очень выгодно для развивающихся стран и помогло бы им избавиться от экономического шока, вызванного кризисом.

Устранение нетарифных ограничений могло бы стать существенным стимулом развития мировой экономики. При снижении таможенных тарифов усиливается значение нетарифных ограничений. И ряд из них, таких как фитосанитарные требования, наносят особенно серьезный ущерб развивающимся странам.

Доха раунд

В недавних дискуссиях неоднократно подчеркивалась важность переговоров по Доха раунду. Однако после начала этих переговоров энтузиазм участников иссяк. И независимо от

достоинств выдвигавшихся предложений, Доха раунд нельзя назвать «раундом развития». Серьезные исследования показывают, что его завершение, несмотря на его символическую значимость, вряд ли улучшит положение стран с низким уровнем доходов и особенно наименее развитых стран. Соглашение на данном этапе переговоров было бы возможно только за счет выхолащивания содержания самого процесса развития без всяких изменений динамики международного рынка в пользу развивающихся стран. Было бы особенно прискорбно, если по завершении «раунда развития» появилось бы ощущение возврата к недобросовестному ведению торговых переговоров, что было характерно для предыдущих раундов.

Текущие переговоры по Доха раунду о многосторонней торговле рискуют превратиться в переговоры по принципу «один размер для всех». Иными словами, они ограничиваются исключительно обсуждением доступа к рынку всех стран, независимо от их экономического положения. Раунд фактически выродился в бесконечный торг между развитыми странами и странами с переходной экономикой о доступе на рынки промышленных товаров. В результате по мере того как исчезал первоначальный дух стратегии развития, предполагаемые преимущества для стран с низкими доходами постепенно были сведены к минимуму, и завершение переговоров поставлено под угрозу тупиковой позицией большинства стран-членов ВТО.

Единственно, что необходимо всем странам, – это возродить первоначальный дух переговоров в Дохе как реального раунда развития. Быстрое завершение переговоров в этом духе отвечало бы интересам всех стран и помогло бы устранить отрицательные последствия нынешней рецессии для торговли.

Комиссия МОТ 2004 г. по социальным аспектам глобализации подчеркнула, что развивающиеся страны в современных условиях не в состоянии воспользоваться преимуществами политики в интересах развития, проводимой

развитыми странами. Особое беспокойство вызывают положения дву- и многосторонних договоров о защите интеллектуальной собственности и инвестиций, поскольку они могут служить тормозом на пути создания развивающимися странами надлежащих режимов регулирования.

Либерализация рынка капиталов и финансов

Либерализация рынка капиталов и финансов, поощряемая не только МВФ, но и рядом торговых соглашений, подвергает развивающиеся страны еще большим рискам и способствует быстрому распространению кризиса по всему миру. Особенно это касается либерализации финансовых услуг для сферы торговли согласно договору ГАТС, поскольку в нем уделяется недостаточное внимание его влиянию на рост и стабильность. Последствия волатильности финансового сектора крайне негативно сказываются на всех секторах экономики и являются серьезным препятствием на пути к устойчивому развитию. Проблемы, рассмотренные в главе 3, наглядно иллюстрируют, как неэффективное регулирование в одной стране может нанести ущерб другим странам. К сожалению, хотя Соглашение о финансовых услугах в рамках ГАТС является единственным механизмом регулирования международных финансовых услуг, его разработчики руководствовались скорее узкими секторальными интересами, нежели стремлением учесть более широкие интересы. Эти секторальные интересы часто не учитывают, что они чреваты негативным воздействием на другие аспекты народного хозяйства или мировой экономики.

Кризис показал, что финансовые рынки нуждаются в жестком регулировании. Более того, стало очевидным, что стремление международных банков сохранить высокий уровень кредитования в развитых странах за счет развивающихся грозит новыми рисками. А недавние исследования поставили под сомнение постулат, согласно которому либерализа-

ция финансовых рынков стимулирует экономический рост. По крайней мере, в ряде случаев проявилась тенденция, свидетельствующая о стремлении иностранных банков кредитовать правительства, ТНК и/или крупные местные монополии и олигополии за счет ограничения кредитов мелкому и среднему бизнесу. Либерализация финансовых рынков несет с собой неоправданные риски. В главе 3 подчеркивалась необходимость регулирования хорошо функционирующей финансовой системы. Причем не только для обеспечения безопасности и нормальной деятельности банков и стабильности финансовой системы и экономики в целом, но и для обеспечения конкуренции, доступа к финансовым средствам и предотвращения ограничительной практики кредитования.

Одним из основных аргументов в пользу либерализации финансовых рынков служило утверждение, что иностранные банки (включая банки США) успешнее управляют рисками и лучше оценивают кредитоспособность заемщиков, чем местные банки. И как следствие этого их присутствие на рынке соответствующей развивающейся страны повышает уровень компетентности местных банков. Массовые банкротства банков США заставили усомниться в правильности этого утверждения.

Развивающиеся страны также нуждаются в разработке базовой политики, которая помогла бы им защититься от макроэкономических ошибок и упущений в регулировании, допускаемых системно значимыми странами. Предварительным условием решения этой проблемы, равно как и разработки должного механизма регулирования, подобного, например, описанному в главе 3, является определение сферы действия политики.

Сфера политики ограничена не только недостатком ресурсов, но и много- и двусторонними договорами, а также условиями предоставляемой помощи. Многие двусторонние и региональные торговые договоры содержат обязательства, ограничивающие способность развивающихся стран проти-

востоять нынешнему кризису посредством введения соответствующего антикризисного регулирования, проведения структурных и макроэкономических реформ и принятия стабилизирующих мер. Развивающиеся страны проводят навязанную им политику дерегулирования, которая, как ныне общепризнано, способствовала началу кризиса. И кроме того, они столкнулись с ограничениями, которые лишали их возможности управлять их собственными капитальными счетами и финансовыми системами (то есть в результате политики либерализации финансового рынка и рынка капиталов). Эта политика легла тяжелым бременем на многие развивающиеся страны.

Соглашения, препятствующие пересмотру механизмов правового регулирования, — включая не только пруденциальное регулирование, но что особенно важно, контроль за движением капиталов, — однозначно должны быть изменены в свете недостатков, выявленных во время кризиса. Особенно это касается действующих соглашений в рамках Договора о финансовых услугах как элемента регулирующего механизма ВТО. Эти договоры, будь они навязаны развивающимся странам, могли бы стать препятствием на пути пересмотра регулирующих механизмов в интересах стимулирования экономического роста, равенства и стабильности.

А в более широком плане все торговые договоры нуждаются в пересмотре с точки зрения их соответствия потребности во всеобъемлющем международно-правовом регулировании, которое способствовало бы предотвращению кризиса и управлению им, содержало бы механизмы антициклического и пруденциального контроля, стимулировало развитие, включая и финансы. Обязательства и действующие многосторонние договоры (такие как ГАТС), региональные торговые соглашения, направленные на либерализацию финансовых потоков и услуг, должны быть критически пересмотрены с точки зрения их последствий для платежного баланса, макроэкономической стабильности и валютно-финансового

регулирования. Именно макроэкономическая стабильность, эффективное правовое регулирование и должным образом функционирующие институты – вот необходимые предварительные условия либерализации финансовых услуг и капитальных счетов, а не наоборот. Стратегии и концепции либерализации экономики развивающихся стран должны непременно включать соответствующие реформы и порядок их проведения. Это особенно важно для малых стран, экономика которых уязвима, а институциональные механизмы недостаточно развиты. Но должен быть осуществлен коренной пересмотр концепций, которыми руководствуются при реализации мер по либерализации. В предыдущих главах уже указывалось, что один из уроков текущего кризиса заключается в отказе от презумпции необходимости полной либерализации. Более того, даже развитым странам необходимо жесткое регулирование финансового рынка.

Заключительные комментарии

Кризис выявил большое количество недостатков в системе управления глобальной экономикой. Эти недостатки подвергли мировую экономику неоправданным рискам. Она осталась неподготовленной к тому, чтобы противостоять нынешнему кризису.

Анализ, проведенный в предыдущих главах, наглядно показал необходимость глобальных коллективных действий, диктуемых взаимозависимостью в результате возрастающей экономической интеграции. Существует потребность в сотрудничестве на макроэкономическом уровне и в рамках глобального режима регулирования.

Как уже неоднократно отмечалось, экономическая глобализация существенно опередила развитие своей институциональной структуры. При становлении национальных экономик шло параллельное развитие управляющих ими нацио-

нальных институтов. Эти институциональные структуры включали механизмы, регулирующие конкуренцию, защиту потребителей и инвесторов, банкротства, исполнение договоровных обязательств, а также обеспечение стабильного развития экономики. Расширение и усиление интенсивности трансграничных экономических обменов потребовало создания институтов и их надлежащего функционирования на глобальном уровне. Критики обеспокоены формированием слишком большого количества новых институтов. Но эти новые институты и институциональные механизмы являются просто следствием новых вызовов глобализации.

В данной главе речь шла о необходимости реформ существующих институтов – методов управления ими, их полномочий, проводимой ими политики и ее методов, а также экономической теории, лежащей в основе политики, за которую они ратовали и которую проводили. Во многих случаях развивающиеся страны особенно страдали из-за недостатков этих институтов.

В этой главе подчеркивается также необходимость создания Совета по глобальной экономической координации в интересах большей согласованности в управлении глобальной экономикой. Этот Совет должен определять ключевые проблемы, стоящие перед управлением глобальной экономикой в настоящее время.

В следующей главе предлагается несколько инновационных решений по ряду ключевых вопросов.

Приложение: Доха раунд и развитие

В приложении рассматриваются некоторые аспекты торговых переговоров «Доха раунда» с точки зрения их влияния на развитие. Уже отмечалось, что в процессе переговоров этот «раунд развития» подвергся справедливой критике, во-первых, за отступление от своей первоначальной цели ис-

правления недостатков предыдущих торговых переговоров и, во-вторых, за активное отстаивание преимущественного развития и процветания наиболее преуспевающих из развивающихся стран.

Некоторые утверждали, что существенным продвижением вперед будет отказ от всех форм экономических субсидий сельскому хозяйству к концу 2013 г. (что было согласовано на встрече в верхах на уровне министров в Гонконге в 2005 г.). Однако преимущества, вытекающие из этого обязательства, были фактически сведены на нет реализацией целей, согласованных на других переговорах, которые были проведены в рамках того же мандата. Природа переговоров такова, что многое зависит от выбранной техники их проведения. И какой бы привлекательной она ни казалась, ранние прогнозы на урожай, основанные на выборочных элементах этой техники, несут в себе риск уменьшения доходов, причитающихся развивающимся странам, и в силу политических соображений способны исказить реальную ситуацию с урожаем в районах, имеющих жизненно важное значение для развивающихся стран.

Это подтверждается тем фактом, что экспортные субсидии не являются основным инструментом в арсенале средств развитых стран, искажающих нормальный ход торговых отношений. Развивающиеся страны могли бы только выиграть, если бы число других подобных форм помощи экспортерам было бы значительно уменьшено в соответствии с «Доха раундом». Это означает снижение допустимого уровня Арсенала национальных средств, нарушающих правила международной торговли, и других ограничений в отношении различных «ящиков» (AMS, Синий ящик, Зеленый ящик, принцип *de minimis*), равно как и эффективного мониторинга с целью воспрепятствовать развитым странам, практикующим предоставление крупных субсидий собственным экспортерам, переводить свои национальные программы из «одного ящика в другой». Многие из так называемых «нетор-

говых субсидий» также нарушают торговлю. Эти реформы необходимо дополнить критериями, отражающими специфику товаров, что позволит ограничить максимальный уровень поддержки развитыми странами своих экспортеров на «потоварной» основе. Это станет особенно важным результатом «раунда» для развивающихся стран, так как он направлен на улучшение условий торговли сельскохозяйственными товарами, представляющими для них особый интерес.

«Хлопковый спор» – драматический пример того, как экспортные субсидии, нарушающие торговлю, и поддержка развитыми странами своих компаний-экспортеров может помешать получению доходов бедными странами и свести на нет их перспективы роста и, тем самым, лишить их способности стать самостоятельными игроками на мировом рынке и поставить в зависимость от оказываемой им помощи или других видов обязательств и уступок вне их контроля.

Тот факт, что деформирующие торговлю хлопковые субсидии продолжают действовать несмотря на запрещающее решение апелляционного механизма ВТО, подрывает доверие к системе решения споров в рамках этой организации.

В важной сфере промышленных товаров или в вопросах доступа на рынки продуктов несельскохозяйственного назначения не может быть полной взаимности при сокращении таможенных тарифов, если хотят искоренить диспропорции, которые исторически действовали в ущерб развивающимся странам. Это две совершенно несовместимые цели. Соответственно, особое внимание следует уделить проблеме повышения таможенных тарифов, которое ограничивает возможности развивающихся стран корректировать стоимостную цепочку.

Кроме того, развитые страны не должны требовать от развивающихся дополнительных уступок в рамках секторальных переговоров, так как это ведет к отрицанию принципа «неполной взаимности». Цель Раунда развития заключалась в устранении неравноправия сторон в торговых пере-

говорах. Требование полной взаимности совершенно очевидно противоречит этой цели.

Наконец, приемлемый пакет мер должен включать императивные обязательства, касающиеся специального и дифференцированного режима регулирования для развивающихся стран посредством изъятий и установления более длительного переходного периода для них при исполнении ими своих обязательств, равно как и других механизмов, позволяющих развивающимся странам проявлять большую гибкость при преодолении трудностей, которые ставит перед ними процесс либерализации торговли.

Разумеется, можно достичь гораздо большего и на добровольной основе, если развитые и развивающиеся страны пойдут на полную отмену таможенных пошлин и квот в пользу развивающихся стран и если развитые страны начнут немедленную отмену всех форм экспортных субсидий (и закончат в 2013 г., как предусмотрено встречей в верхах на министерском уровне 2005 г. в Гонконге). Это сыграло бы важную роль в успешном преодолении отрицательных последствий мирового финансового кризиса для самых бедных и уязвимых стран.

Но добровольные меры не смогут заменить взятых на себя обязательств. От осуществления этих мер стороны могут отказаться в любой момент. И угроза такого отказа может быть использована в качестве важного политического оружия и переговорного инструмента.

Поддержка торговли Юг–Юг может также иметь большое значение для развивающихся стран во время глобальной рецессии, так как рост этой торговли значительно превышает средний рост мировой торговли в целом. Развивающиеся страны вносят свой вклад в диверсификацию экспорта и повышение совокупной добавленной стоимости. В силу этого они становятся важным источником динамического развития региональной и мировой экономики. Большое внимание следует уделять глобальной системе преференций в торговле между развивающимися странами наряду с развитием

системы дополнительного и не обремененного никакими условиями финансирования торговли Юг–Юг.

Пакет основополагающих мер Доха раунда – «помощь в интересах торговли» не преследует цели стать заменой правилам, разработанным в результате переговоров о доступе к рынкам и одобрении сбалансированной торговли. Эти меры должны субсидироваться из дополнительных источников на льготных началах или в форме грантов. Их финансирование должно осуществляться без каких-либо условий, за исключением признаваемых по умолчанию при присоединении к Договору о переговорах в Дохе, а также с учетом особенностей каждой страны. И обязательства, содержащиеся в этом пакете мер, должны подлежать исковой защите, как и другие обязательства в торговых соглашениях. Соответственно, механизмы управления фондами Всемирного банка и МВФ, созданные для реализации «помощи в интересах торговли», должны быть совершенно различными, и каждый из получателей этой помощи должен обладать неограниченным правом голоса.

Необходимо создать механизмы по наблюдению и контролю за надлежащим применением и соблюдением положений «специального и дифференцированного режима торговли». Эти механизмы должны позволять участникам обращаться за «помощью в интересах торговли» в соответствии с их собственными приоритетами и потребностями, а также стать неотъемлемой частью Доха раунда.

Дальнейшее ужесточение норм защиты интеллектуальной собственности в дополнение к стандартам ТРИПС или введение новых уровней ее защиты, таких как нарушение торговли или угроза здравоохранению, отрицательно скажется на доступе беднейших стран к медицинским препаратам и, конечно, не будет приветствоваться на любых переговорах по перспективам развития. Положительным в этом смысле является лишь тот факт, что на переговорах по Доха раунду рассматриваются только два специальных и доволь-

но узких вопроса интеллектуальной собственности. Один из них касается изменений, вносимых в ТРИПС по борьбе с биопиратством и защиты традиционных знаний о генетических ресурсах. В его обсуждении участвовало большинство развивающихся стран-членов ВТО. Обязательное требование раскрывать страну, представляющую источник генетических ресурсов и механизмы, регулирующие доступ, распределение выгод и согласие на предоставление информации, будет применяться в ТРИПС.

Соглашение о способах завершения Доха раунда должно быть достаточно широким, чтобы создать критическую массу элементов компромисса, который бы позволил западным странам преодолеть сопротивление влиятельных лобби, препятствующих отмене и ограничению торговых субсидий.

Успешное завершение Доха раунда станет основой для последующих усилий, предпринимаемых ВТО для удовлетворения постоянно меняющихся потребностей мировой экономики. Но как отмечалось выше, успешное завершение должно стать прологом к реализации первоначальных обязательств сделать Доха раунд «раундом развития»⁴. Обсуждение возможных реформ ВТО должно начаться непосредственно после завершения Раунда.

⁴ Большинство докладов о будущем ВТО, такие как Доклад Сазерленда и Уорвика, указывают на это и содержат ряд конкретных предложений.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ

Предыдущие главы были посвящены анализу макроэкономической политики и реформ регулирования, необходимых для гарантий устойчивого послекризисного восстановления мировой экономики, благоприятного для развивающихся стран. В главе 4 речь шла о реформах ныне действующих финансовых институтов и в более широком плане – об инновационных институтах. Данная глава касается проблем инноваций другого рода: улучшения глобальной резервной системы, управления дефолтами по государственным долгам, эффективного распределения рисков между кредиторами и заемщиками на мировых рынках и создания новых финансовых механизмов сотрудничества в интересах развития и обеспечения общественных благ.

Глобальная резервная система

После крушения Бреттон-Вудской системы и приостановки обмена долларов США на золото в 1971 г., преобладающей стала система плавающих валютных курсов. Хотя альтернативные национальные и региональные валюты (такие как евро) соперничают между собой в качестве международных резервных активов и средств международных расчетов, доллар США продолжает играть ведущую роль во всех отношениях. Но эта система оказалась нестабильной, не отвечающей потребностям всеобщей занятости и несбалансированной.

Одну из основных проблем Бреттон-Вудской системы отметил Роберт Триффин в 1950-х гг. – использование нацио-

нальной валюты (доллар США) в качестве международной резервной валюты. Это породило трудную дилемму: недостаток долларов в условиях необходимости увеличения глобальной ликвидности подрывал доверие к этой валюте как к резервной, и такое положение заставляло усомниться в способности США сохранять золото-валютный паритет. Отказ от конвертируемости доллара и переход к системе плавающих валютных курсов устранили некоторые из этих проблем, но одновременно создали новые. После того как неопределенности, связанные с неспособностью сохранять золото-долларовый паритет, отошли на второй план, «дилемма Триффина» нашла свое отражение в резких колебаниях несбалансированных валютных счетов США в сочетании с волатильностью обменного курса доллара и в долгосрочной перспективе – с риском потери стоимости резервов в иностранной валюте, хранящихся в американских долларах по мере возрастания внешнего долга США.

Нестабильность и неспособность гарантировать полную занятость превратились в настоящую угрозу после введения плавающих курсов валют, которые не смогли предотвратить дефляцию и оказывали в большей мере давление на страны с отрицательным, чем положительным сальдо платежного баланса, чтобы устранить диспропорции в международных расчетах. Исключение составляет, разумеется, страна с доминирующей резервной валютой, страна, которая может в течение определенного времени демонстрировать противоположный феномен – инфляцию на фоне избыточной долларовой ликвидности. Как подчеркивалось в предыдущем разделе, этот феномен становится возможным только благодаря волатильности валютного курса доллара и неизбежной эрозии стоимости долларовых активов. Ослабление контроля за движением капиталов, которое является следствием более гибкого валютного регулирования, порождает новые формы нестабильности движения капиталов, особенно краткосрочных, но не только их.

Череды серьезных кризисов, разразившихся после падения Бреттон-Вудской системы, заставили ряд развивающихся стран, особенно в Азии и Латинской Америке, изыскивать способы противостоять глобальной финансовой и экономической нестабильности. В сочетании с растущим нежеланием развивающихся стран получать кредиты на условиях МВФ, это привело к накоплению огромных резервов за последние два десятилетия. Но поскольку эти резервы хранятся в основном в твердой валюте, они представляют собой, в конечном счете, перевод ресурсов в США и другие промышленно развитые страны.

Существует расхожее мнение о возможности решить проблемы ныне действующей резервной системы посредством создания наднациональной международной резервной валюты. Действительно, идея международной резервной валюты, выпускаемой наднациональным банком, не нова. Она была выдвинута более 70 лет назад Дж.М. Кейнсом в его «Трактате о деньгах» (1930 г.). На Бреттон-Вудской конференции он предложил материализовать улучшенный вариант этой идеи для Международного клирингового союза.

В наши дни существует уже несколько альтернативных предложений, касающихся новой глобальной резервной валюты, системы ее возможного изменения, ее эмиссии и размещения и вопросов наиболее эффективного перехода к новой валюте. Для того, чтобы решить точно и в деталях все возникающие при этом проблемы, потребуется серьезная дискуссия на уровне международного сообщества. Но время реализации этой идеи уже наступило. Предложение вполне разумно и продиктовано велением времени. И международное сообщество должно начать работу над созданием такой новой глобальной резервной системы. Нежелание делать это несет в себе потенциальную угрозу стабильности международной кредитно-денежной и финансовой системы. А такая стабильность необходима для возврата серьезного и устойчивого роста мировой экономики.

Нестабильность

Функционирование современной международной системы было нарушено целым рядом факторов нестабильности. Как отмечалось выше, она была не в состоянии устранить серьезную несбалансированность платежей, что привело к накоплению крупных запасов резервов в иностранной валюте, а это, в свою очередь, подрывало доверие к доллару как к глобальной резервной валюте. После отказа от фиксированного валютного курса в начале 1970-х гг. основным проявлением снижения доверия к доллару стало усиление внутреннего спроса и создание «излишков» долларовой ликвидности. США, в свою очередь, приняли меры по уменьшению долларовой ликвидности, чтобы хотя бы частично восстановить статус доллара как резервной валюты. Это привело к оздоровлению доллара и «пульсирующему» давлению на мировую экономику. В последующие десятилетия снова имели место два дополнительных цикла избыточной долларовой ликвидности, за которыми следовали попытки со стороны США скорректировать этот процесс. США при проведении собственной кредитно-денежной политики совершенно не учитывали ее влияния ни на глобальный совокупный спрос, ни на потребности в глобальной ликвидности. Как следствие, это стало потенциальной причиной нестабильности валютных курсов и деловой активности на глобальном уровне.

Начиная с 1960-х гг. международную валютную систему постоянно лихорадили пароксизмы недоверия к доллару США. Особенно этот процесс усилился в 1980-е гг., что привело к беспрецедентной нестабильности текущего платежного баланса США и валютного курса американского доллара. В результате произошла эрозия основного атрибута доллара как стабильной резервной валюты.

Существуют и другие признаки нестабильности современной международной финансовой системы. По определению, с точки зрения мировой экономики сумма совокупного

дефицита платежного баланса одних стран должна равняться сумме профицитов других. Но процесс выравнивания излишков и дефицитов не всегда проходит гладко и, как правило, сопровождается изменением в доходах отдельных стран. Если большинство стран предпочитает проводить политику, направленную на увеличение положительного сальдо торгового баланса, или если международные институты побуждают страны-должники к улучшению их платежных балансов, то дефициты оставшихся стран будут только расти. Поскольку доллар США является основной международной резервной валютой, остальной мир стремится накапливать его излишки, находящиеся во внешнем обороте. А это потенциально чревато угрозой уменьшения глобальных доходов, если только США не захотят взять на себя роль страны «последнего убежища дефицита». С другой стороны, если США открыто проводят экспансионистскую макроэкономическую политику, а остальной мир не склонен накапливать долларовые активы, то адаптация будет осуществляться посредством сокращения глобальных доходов. Так что в любом случае, в конечном счете сохранится вероятность растущей неустойчивости мировой валютной системы, нестабильности валютных курсов и утраты доверия к доллару США как к резервной валюте.

Введение плавающих валютных курсов в условиях растущих международных потоков частных инвестиций не оправдало надежды на более плавное выравнивание платежных балансов, поскольку считалось, что плавающие курсы помогут каждой стране сохранить необходимую автономию при реализации целей национальной макроэкономической политики. Основная причина заключается в том, что страны могут воздерживаться от принятия адаптационных мер, пока они в состоянии привлекать достаточные объемы иностранных инвестиций. Когда же выясняется, что эти инвестиции недостаточны, чтобы служить средством восполнения дефицита, или происходит их отток из-за недоверия к странам-

должникам, то процесс корректировки платежного баланса приобретает форму финансового кризиса. Асимметрия остается, но отрицательные последствия сказываются на странах-должниках гораздо сильнее, так как уже с середины 1970-х гг. стало совершенно очевидным, что финансовые кризисы участились и стали значительно серьезнее.

Создание собственных резервных фондов и устранение дефляции

Глобальные дисбалансы, причиной которых стали в определенной мере методы борьбы ряда стран с финансовой нестабильностью 1990–2000 гг., сыграли важную роль в создании макроэкономических условий возникновения современного финансового кризиса. Асимметричные корректировки глобальных дисбалансов сказались на недостаточности мирового совокупного спроса. А это, в свою очередь, способствовало тому, что неупорядоченность финансовой ситуации в США переросла в глобальную рецессию. Без сбалансированности международных расчетов и устранения недостаточности совокупного спроса трудно будет вернуться к значительному и стабильному экономическому росту.

Проблемы формирования и функционирования международной финансовой системы привели в последние годы к накоплению больших резервов в развивающихся странах, особенно после кризисов в Азии и России в 1997–1998 гг. Эти кризисы, как и предыдущие 1970/1980 гг., показали, что развивающиеся страны и страны с переходной экономикой в значительной мере зависят от цикличности вложения капиталов. Если власти стимулируют инвестиции во время бума, чтобы способствовать быстрому росту валютного курса и созданию дефицитов текущих счетов, то кризис платежного баланса практически неизбежен. Он тотчас или чуть позднее перерастет в финансовый кризис на национальном уровне. Острота проблемы подчеркивается еще и тем, что «бум»

происходит в форме конвульсивного движения по большей части спекулятивных краткосрочных денежных капиталов. После азиатского кризиса этот факт считается общепризнанным. Решение укреплять положение с текущими счетами и аккумулировать резервы в иностранной валюте в условиях стремительного роста иностранных инвестиций в период 2004–2007 гг. свидетельствовало об общем стремлении уменьшить возможность возникновения кризиса и расширить сферу применения антициклической политики, если он все-таки разразится.

Точно так же страны-экспортеры сырья не избежали повторяющихся кризисов, стремясь улучшить условия торговли, и это привело, к сожалению, к еще большей нестабильности спроса и росту валютных курсов, что провоцирует рецидивы «голландской болезни». В результате после Азиатского кризиса развивающиеся страны, экспортеры сырьевых товаров, равно как и все экспорто-ориентированные страны в целом, стремились избежать повышения валютных курсов путем создания резервов на базе излишков доходов от экспорта, которые они считали временными. Высокие цены на сырье во время подъема, предшествующие нынешнему кризису, резко обострили проблемы платежных балансов.

Проведение внешнеэкономической политики, описанной выше, можно рассматривать как «самозащиту» или как «самострахование» от рисков оттока капиталов, отрицательных последствий неблагоприятных условий торговли, резких колебаний валютных курсов и связанных с этим рисков ухудшения платежного баланса и возникновения финансового кризиса внутри страны. Тот факт, что единственным гарантом от всех этих напастей является финансовая помощь МВФ, обусловленная навязыванием множества требований, включающих нередко и обязательство проводить «проциклическую» политику во время кризисов, заставляет согласиться с точкой зрения, в соответствии с которой принятие

мер «самозащиты» в форме накопления резервов является наиболее эффективной стратегией⁵.

Как следствие этих факторов, совокупные резервы выросли до 11,7 % ВВП в 2007 г. по сравнению с 5,6 % десятилетием ранее, когда разразился Азиатский кризис. Накопление резервов в период 2004–2007 гг. накануне текущего кризиса достигло в среднем 777 млрд. долл./год, или 1,6% мирового ВВП. Наибольшую озабоченность может вызвать ситуация, если, согласно наихудшим прогнозам, кризис окажется слишком затяжным и глубоким, а помощь развитых стран развивающимся недостаточной для преодоления его последствий. Это повлечет за собой попытки укрепления платежного баланса посредством протекционистских мер, проведения политики обменных курсов «выживания за счет партнеров» и активного «самострахования» путем накопления резервов. Все эти меры сокращают глобальный совокупный спрос и препятствуют быстрой и адекватной реакции на кризис.

В тех случаях, когда накопление резервов является результатом положительного сальдо текущих счетов, а не про-

⁵ Возможны и другие причины: например, необходимость удовлетворения потребностей старшей возрастной категории населения. Это заставляет страны проводить политику накопления внутренних сбережений и хранить их в иностранной валюте. Связанные с этим дисбалансы будут простым отражением различий в предпочтениях тех или иных стран, находящихся на разных стадиях экономического развития и с различной возрастной структурой населения, в их склонности к сбережению или инвестированию. Тогда финансовые потоки из развитых стран, имеющих большие накопления и преимущественно пожилое население, пойдут в развивающиеся страны с более молодым населением и более высокой прибылью на вложенные инвестиции. Однако это не найдет отражения в статистических данных о международных инвестициях. Ограничения промышленной политики по стимулированию новых отраслей народного хозяйства в странах с переходной экономикой (как поступали многие индустриальные страны на ранних этапах своего развития) согласно недавним соглашениям ВТО побудили некоторые страны отказаться от политики валютных курсов в пользу альтернативных инструментов, использование которых ведет к аналогичным результатам. И это также может стимулировать накопление резервов.

сто следствием мер, смягчающих влияние автономных частных иностранных инвестиций на валютный курс, происходит сокращение глобального совокупного спроса⁶. В прошлом негативное влияние такого накопления резервов на совокупный спрос уравнивалось большим дефицитом сальдо текущих счетов других стран, главным образом благодаря довольно свободно трактуемой в США кредитно-денежной и бюджетной политике. Но результатом, как было показано выше, стала нестабильность мировой валютно-финансовой системы. Ныне многие страны избегают этой политики.

Сокращение дефицита платежного баланса США ставит проблему поддержания глобального совокупного спроса. Вряд ли такой поддержкой должен служить еще один американский «пузырь», ведущий к другому значительному и неустойчивому дефициту Соединенных Штатов и сохранению экономической и финансовой нестабильности в мире. Такой курс рискует стать повторением нынешнего кризиса. Так что необходимо предпринять меры по устранению источников, порождающих недостаточность глобального совокупного спроса.

Глобальная резервная валюта, создание которой не связано с внешнеэкономической ситуацией какой-либо страны, могла бы обеспечить более эффективный механизм решения проблемы нестабильности, проанализированной выше. Ее цель должна заключаться в регулировании проблем формирования глобальной ликвидности и в поддержании глобальной макроэкономической стабильности. Она также должна уменьшить возможность возникновения проблем, связанных с чрезмерной ликвидностью в стране резервной валюты. Реформа мировой финансовой системы также включает инновации, ведущие к улучшению механизмов распределения рисков с целью уменьшить потребность в накоплении резервов и тем самым сократить размеры требуемой ликвидности.

⁶ Эти резервы иногда называют «собственными резервами» в противоположность «заемным резервам», аналогу иностранных инвестиций.

Формируемая система должна также обладать механизмами давления на страны, чтобы они сокращали излишки своих резервов и тем самым – свой «вклад» в недостаточность совокупного спроса. Это будет стимулировать большую сбалансированность международных расчетов.

Неравенства

Современная международная финансовая система не является сбалансированной из-за перевода ресурсов развивающимися странами в развитые страны с твердой валютой по низким процентным ставкам. В особенности это касается создания долларовых резервов, которые представляют собой займы Соединенным Штатам под очень низкий процент (ныне равный нулю). Перевод капиталов в США из развивающихся стран со временем стал возрастать, так как они осознали, что большие резервы в иностранной валюте – их единственная защита в мире с крайней нестабильностью финансовой системы и неблагоприятных для них условий торговли.

Развивающиеся страны ссужают развитым большие средства по низким процентным ставкам – 3,7 трилл. долл. в 2007 г. Разница между ставкой ссудного процента и процентной ставкой, которую развивающиеся страны выплачивают развитым за предоставляемый им кредит, представляет собой перевод ресурсов в страны с резервной валютой. Причем эти ресурсы превосходят по стоимости иностранную помощь, получаемую развивающимися странами из развитых. Тот факт, что развивающиеся страны предпочитают такую форму хранения резервов, свидетельствует об их согласии оплачивать издержки нестабильности – затраты на адаптацию, которые они были бы вынуждены нести, если бы не имели этих резервов.

Издержки страны резервной валюты

США тоже несут расходы, связанные с их ролью по представлению глобальных резервов. Спрос на глобальные резервы привел к увеличению дефицита текущего платежного баланса, что, в свою очередь, отрицательно сказалось на внутреннем спросе этой страны. Если доллары используются для покрытия усилившегося спроса на ликвидность в странах с излишками этой валюты, они не в состоянии компенсировать заграничный спрос. Это заставляет США постоянно поддерживать бюджетный дефицит в интересах сохранения полной занятости за исключением периодов «иррационального оживления» экономики, таких как «пузыри» в сфере высоких технологий конца 1990-х гг. Кроме того, периодическая потребность в выравнивании этих дефицитов требует введения ограничений при проведении кредитно-денежной или бюджетной политики, что отрицательно сказывается на национальной экономике США.

Страны со значительными долларовыми резервами обратились к властям США с просьбой не допускать обесценения доллара на внешних рынках, чтобы избежать уменьшения стоимости своих долларовых резервов. Китай, крупнейший держатель долларовых резервов, уже проявил обеспокоенность в этой связи, опасаясь, что США начнут проводить политику, ведущую к обесценению доллара. Единственный способ удовлетворить подобную просьбу должен был бы включать отказ США от проведения самостоятельной кредитно-денежной политики, так как им пришлось бы учитывать воздействие этой политики на остальной мир и его реакцию на ее последствия. Сохранение США самостоятельной кредитно-денежной политики, необходимой для эффективного ответа на текущий кризис, – вот основная причина, почему США должны стремиться к поддержанию доллара в качестве глобальной резервной валюты в дополнение к тем преимуществам, которые им дает более стабильная глобальная финансовая и экономическая система и сокращение внут-

ренного совокупного спроса (как результат торгового дефицита) со всеми вытекающими отсюда негативными последствиями. Эти недостатки значительно превосходят преимущества, которые может сулить получение низкопроцентных кредитов. Кроме того, если доверие к доллару как к резервной валюте ослабнет, а именно так, скорее всего, и происходит, это может серьезно подорвать возможности США продолжать брать кредиты под низкие проценты.

Проблемы мультивалютной резервной системы

Следует подчеркнуть, что система, основанная на нескольких конкурирующих между собой резервных валютах, не сможет решить проблемы действующей системы, поскольку эта последняя не в состоянии решить проблемы, связанные с национальными валютами, которые используются в качестве резервных активов. Особенно это касается валют большинства промышленно развитых стран.

Основное преимущество системы множественности резервных валют заключается в диверсификации. Однако это вносит дополнительные элементы нестабильности. Если центральные банки и частные посредники в ответ на колебания валютных курсов изменят состав своих международных активов, то это станет питательной средой для нестабильности валютных курсов. В этих условиях ответом на введение мультивалютной резервной системы может стать возврат к фиксированному валютному курсу. Но его введение для основных валют в мире свободного движения капиталов было бы рискованной задачей, для выполнения которой потребовалась бы координация действий и отказ от проведения независимой кредитно-денежной политики, что представляется совершенно невозможным в современных условиях.

Наконец, превращение национальных валют в резервные было бы особенно проблематично для стран с ограниченной сферой действия их кредитно-денежной и бюджетной поли-

тики (например, ЕС с его Пактом роста и стабильности и ЕЦБ, сосредоточивший свои усилия на борьбе с инфляцией), так как они столкнулись бы с трудностями при устранении негативных последствий для их внутреннего совокупного спроса, которые вызваны дефицитом торгового баланса.

Потребность в глобальной резервной валюте

Все эти противоречия стали особенно отчетливо видны в период, предшествовавший текущему финансовому кризису, и могли способствовать его углублению. Если страны предпочитают увеличивать сбережения и международные резервы в ответ на неопределенность условий мирового рынка, то это еще более усугубляет проблему совокупного спроса, которая сегодня стоит перед мировой экономикой.

Увеличение национального долга США и размер баланса Федеральной резервной системы вызвали обеспокоенность стран-держателей долларовых резервов стабильностью доллара. Кроме того, низкая (почти нулевая) доходность их долларовых резервов означает полную необеспеченность их валютных рисков. Однако любая попытка сократить долларовые резервы заставит их столкнуться с дилеммой Триффина (см. выше), согласно которой этот шаг может спровоцировать падение стоимости их долларовых авуаров, чего они опасаются.

Все это говорит в пользу принятия по-настоящему глобальной резервной валюты. Такая глобальная резервная система может также способствовать снижению глобальных рисков, поскольку доверие к ней и ее стабильности не будет зависеть от непредсказуемости экономики и политики единственной страны.

Текущий кризис, в свою очередь, предоставляет идеальную возможность преодолеть политическое сопротивление новой глобальной валютной системе. Кризис перенес на национальный уровень проблемы, порожденные дефицитом платежных балансов, нестабильностью международной валют-

ной системы и недостаточностью глобального совокупного спроса. Глобальная резервная система – серьезный вызов этим проблемам и надежда, что «выздоровливающая» мировая экономика пойдет по пути бескризисного стабильного развития и роста в будущем. Это благоприятный момент еще и потому, что США могут посчитать резервный статус своей валюты все более дорогостоящим и не заслуживающим поддержки. Доллар может быть резервной валютой только в том случае, если другие страны согласятся поддержать его в качестве такового. Но когда доходы падают, а риски возрастают, необходимость рассматривать доллар в качестве мировой резервной валюты вызывает все большие сомнения. Доллар в качестве резервной валюты, по-видимому, изживает себя. Более того, США избрали такой ответ на кризис, который ведет к большим внутренним, а возможно, и к внешним дисбалансам. А это чревато непредсказуемыми последствиями для международной резервной системы. Поэтому и США, и страны, хранящие свои резервы в иностранной валюте, могут найти для себя вполне приемлемым введение новой системы. Тогда первые могли бы принимать политические решения, меньше заботясь об их глобальных последствиях, а последние менее опасались бы влияния политики США на их резервы.

Институциональные основы новой глобальной резервной системы

При создании такой системы необходимо разработать подробные механизмы, в частности: кто будет заниматься эмиссией резервной валюты, в каких объемах, для кого и при каких условиях.

Упомянутые выше вопросы вполне разделимы. Ответственность за управление глобальной резервной системой может быть поручена МВФ, в компетенции которого находится единственная глобальная валюта – СДР. Они могут

служить основой новой системы. Но эта компетенция может быть передана и новому институту, например «Глобальному резервному банку». Если вернуться к ныне действующим институтам, то их использование возможно лишь после проведения необходимых реформ.

Один из возможных подходов заключается в том, чтобы добиться от стран согласия на замену их валют на новую – например на международный валютный сертификат (МВС), которым может служить СДР и, наоборот, аналогично тому, как это происходит в настоящее время при распределении квот МВФ (за исключением того, что развивающиеся страны будут делать свои взносы за квоты в собственной валюте, а не в СДР или в конвертируемой валюте, как это происходит сейчас). Механизм этой системы был бы подобен мировой системе «свопов» между центральными банками. И, таким образом, глобальная резервная валюта была бы полностью поддержана корзиной валют всех стран-участниц.

Согласно альтернативному подходу компетентное международное агентство будет выпускать глобальную резервную валюту, распределять МВС среди стран-участниц, подобно тому, как сегодня МВФ выпускает СДР. В этом случае для глобальной резервной валюты не будет других гарантий, кроме обязательств центральных банков принимать ее в обмен на национальные валюты. Это придаст МВС (или СДР) характер международной резервной валюты, точно так же, как принятие гражданами платежей в национальной валюте придает им характер внутренних денежных средств. Однако, если выпуски глобальной резервной валюты, полученные странами-участницами, рассматриваются в качестве гарантийных взносов в МВФ или Глобальный резервный банк, компетентный управляющий институт может покупать государственные облигации стран-участниц или кредитовать их, поскольку эти инвестиции будут служить «гарантией» глобальной резервной валюты, подобно тому, как гарантией национальных денежных средств в наши дни служат активы

национальных центральных банков⁷ (государственные облигации в их руках и кредиты финансовым институтам частного сектора).

Согласно любой из этих схем, страны-участницы могут согласиться держать часть своих резервов в глобальной резервной валюте. В ней могли бы выплачиваться и проценты по ставке, достаточно привлекательной, чтобы использовать ее в качестве инвестиции в резервы центральных банков. Валютные курсы будут регулироваться согласно правилам, которые выберет каждая из стран-участниц, при условии, что такое регулирование валютного курса будет не в ущерб другим странам. Такая норма уже включена в Устав МВФ и подлежит соответствующему контролю. Как и в случае с СДР, обменный курс глобальной резервной валюты определяется как средневзвешенная величина корзины конвертируемых валют, содержание которой должно быть согласовано.

В другом альтернативном варианте глобальная резервная валюта рассматривается как гарантийный взнос в МВФ или Глобальный резервный банк. Доходы от инвестиций этих институтов (кредиты странам с дефицитом платежного баланса или иная форма помощи через посредство казначейских ценных бумаг стран-участниц) будут служить источником финансирования процентов, выплачиваемых странам-держателям депозитов в глобальной резервной валюте (возможно, сверх первоначальных выпусков, которые они получили). Основное преимущество авуаров в форме глобальной резервной валюты заключается в том, что диверсификация вне индивидуальных валют будет способствовать большей стабильности стоимости резервных авуаров.

Глобальная валюта могла бы распределяться между странами по определенной формуле (квоте) согласно их значи-

⁷ В ныне действующей системе СДР в балансовых отчетах центральных банков учитываются и как активы, и как обязательства. Это находит отражение и на счете МВФ. Поэтому на данный момент СДР не считается взносом в МВФ.

мости для мировой экономики (ВВП) или их потребностям (оценке потребности в резервах). Поскольку резервы развивающихся стран, рассчитанные по доле в ВВП, в несколько раз превышают резервы промышленно развитых стран (26,4% ВВП в 2007 г. против 4,8% в государствах-членах ОЭСР с высокими доходами), то для того, чтобы они могли справляться с волатильностью движения капиталов и торговых операций, подошла бы формула распределения валюты согласно оценке потребностей в резервах, ведущая к большей пропорциональной доле этих стран в распределяемых средствах. Существует, конечно, возможность и предоставления всех средств развивающимся странам. Заметим, что в основе современного распределения СДР лежит особая система квот МВФ, которая продолжает вызывать ожесточенные споры, поскольку на более богатые страны приходится в среднем большая часть новых распределений средств – иными словами, действующая система диаметрально противоположна предлагаемой, основанной на потребностях в резервах.

Распределение может и должно учитывать стимулы и/или санкции, чтобы предотвратить накопление больших излишков. Страны, обладающие подобными излишками, могут потерять все котируемые средства или их часть, если они своевременно не используются для увеличения глобального спроса.

Размер ежегодной эмиссии должен определяться таким образом, чтобы сдерживать рост (незаемных) резервов, то есть противодействовать сокращению глобальной покупательной способности, происходящему в результате накопления резервов. По более упрощенным версиям, ежегодные эмиссии осуществляются на определенном фиксированном уровне – в размере от 150 до 300 млрд. долл./год (первая цифра соответствует годовому спросу на резервы в 1998–2002 гг., но спрос на резервы значительно возрос в 2003–2007 гг., поэтому даже 300 млрд./год могут оказаться недостаточными).

Согласно более изощренным и усложненным версиям этого предложения, эмиссии должны носить антицикличе-

ский характер и корректироваться в зависимости от цикла развития — увеличиваясь в размере, если фактический рост ниже потенциального. По более упрощенным версиям легче достичь глобального консенсуса, но более детально проработанные версии смогли бы удовлетворить широкий круг глобальных потребностей (например, генерировать средства, столь необходимые для воспроизведения общественных благ в глобальном масштабе).

Одним из институциональных путей создания новой глобальной резервной системы является простое расширение сферы действия существующих СДР, сделав их выпуск автоматическим и регулярным. Такой путь решения проблемы можно было бы рассматривать как логическое завершение процесса, начатого в 1960-х гг., когда СДР получили право на существование. Самый простой путь, как уже отмечалось, — ежегодная эмиссия, эквивалентная ожидаемому дополнительному спросу на резервы в иностранной валюте в связи с ростом мировой экономики. Но эмиссия СДР — при условии ее осуществления в основном в периоды кризиса могла бы стать еще и инструментом антициклической политики. Одно из преимуществ такого использования СДР в антициклических целях заключается в том, что они станут механизмом МВФ, позволяющим ему проводить более активную политику в период кризисов.

Еще один механизм использования СДР в антициклических целях был предложен Жаком Полаком три десятилетия назад: осуществлять все финансирование во время кризисов посредством кредитов в СДР. Это позволит осуществлять эмиссии СДР, которые автоматически прекратятся, как только будут погашены кредиты. Таким образом создается глобальный механизм кредитования, деятельность которого будет равнозначна тому, чем в массовом порядке занимались центральные банки развитых стран в последние месяцы.

Действительно, крупномасштабная антициклическая эмиссия СДР является лучшим механизмом пополнения мировой

ликвидности и оказания официальной помощи развивающимся странам во время текущего кризиса. Это признала и Группа 20, приняв решение произвести эмиссию СДР в размере, эквивалентном 250 млрд. долл. Однако это решение также показало наличие проблем, связанных с зависимостью эмиссии СДР от квот МВФ, поскольку лишь менее 100 млрд. долл. из предполагаемой эмиссии пойдут развивающимся странам, и еще меньше (около 20 млрд.) – странам с низкими доходами. Это означает, что проблемы, связанные с такой эмиссией, должны находиться в центре идущих дискуссий по реформе квот МВФ. Но ни одна из предложенных реформ по квотам не предлагает адекватного решения проблемы с эмиссией и не указывает иных путей реформирования квот и выпусков СДР, о чем уже говорилось выше.

Хотя развивающиеся страны получают лишь часть распределяемых средств, возможности МВФ осуществлять кредитование существенно возросли, если бы действующая система была реформирована таким образом, чтобы неиспользованные СДР, особенно из развитых государств, могли использоваться МВФ для кредитования нуждающихся стран-членов. Так, например, предлагается рассматривать неиспользованные СДР в качестве депозитов в МВФ. Тем не менее, без проведения серьезных реформ в деятельности МВФ возможности решения проблем ликвидности и управления на макроэкономическом уровне путем эмиссий СДР будут существенно ограничены, поскольку развивающиеся страны будут неохотно обращаться за помощью в МВФ. Реформы в этом направлении были начаты в марте 2009 г. с созданием Гибкой кредитной линии с условиями лишь по принципу *ex ante*, удвоением всех открытых кредитных линий и отменой структурных сравнительных показателей при предоставлении МВФ кредитов, обусловленных определенными требованиями. Но для того чтобы сделать доступ к кредитованию менее обременительным, необходимы дополнительные реформы.

Простой способ улучшить использование распределения СДР в целях стимулирования развития (для чего может потребоваться изменение статьи Устава МВФ) – сделать так, чтобы Комитет и Совет МВФ разрешили МВФ инвестировать часть своих средств, полученных в результате выпусков СДР, в облигации международных банков развития. Такой шаг был бы аналогичен предложению по созданию «связующего звена развития», сделанному комиссией экспертов ЮНКТАД в 1960-х гг. (см. ниже).

Таким образом, хорошо продуманная система глобальной резервной валюты должна проделать долгий путь, чтобы подправить «дилемму Триффина» и изменить тенденцию существующей системы создавать серьезные глобальные дисбалансы и дефляционные отклонения, характерные для корректировки платежных балансов во время кризисов. В зависимости от того, как будут распределяться эмиссии, новая система могла бы также устранить неравенства, связанные с большим спросом на резервы у развивающихся стран, обеспечить коллективное страхование от будущих потрясений, помочь финансировать глобальные общественные блага, включая расходы по адаптации к климатическим изменениям, а также способствовать развитию и ликвидации бедности в мире, даже в самых бедных странах. Если эмиссии будут носить антициклический характер, они могли бы сыграть также и еще более важную стабилизационную роль.

Экскурс в историю

Когда Кейнс пересмотрел свою идею мировой валюты в предложении по созданию Международного клирингового союза в процессе подготовки к конференции, которая стала известна как Бреттон-Вудская, его больше всего занимала проблема устранения асимметрии между странами с отрицательным и положительным платежным балансом, которая порождала

тенденцию к сокращению совокупного глобального спроса и ограничивала пространство для принятия политических мер, направленных на обеспечение полной занятости. Его также заботила проблема несбалансированности международных платежей, которая, как он опасался, будет сопутствовать послевоенной организации миропорядка. Отсюда вытекала необходимость обеспечить лучшие источники ликвидности – как на глобальном уровне, так и для отдельных стран, которые вышли из войны со структурными платежными дефицитами. Как известно, первая из этих проблем – устранение асимметрии, не была решена в результате Бреттон-Вудских договоренностей, а вторая – адекватное обеспечение ликвидности на глобальном уровне – была лишь частично скорректирована.

В свою очередь, когда в 1960-х гг. были созданы СДР, главной проблемой стало, как обеспечить более надежный источник глобальной ликвидности, заменяющий золото и авуары в резервной валюте (в основном в долларах, но также, в то время, и в фунтах стерлингов). Считалось, что существовавшие тогда источники международной ликвидности были ненадежными, так как зависели в первую очередь от добычи золота и, во-вторых, от дефицита платежных балансов стран с резервными валютами, особенно США. Когда первоочередные проблемы глобальной ликвидности – долларový голод – были решены, на повестку дня встали проблемы рисков, связанных с чрезмерной долларовой ликвидностью, особенно из-за того, что золотых запасов США было недостаточно для поддержки золото-долларовой конвертируемости. В итоге это привело к закату Бреттон-Вудского золото-долларового стандарта в 1971 г., и началась эпоха плавающих валютных курсов.

Когда создавали СДР, надеялись, что они станут основным компонентом международных валютных резервов и вследствие этого будет создана система, в которой рост глобальной ликвидности будет опираться на взвешенные международ-

ные решения. Увы, эти надежды не оправдались, и в общей сложности было выпущено всего 21,4 млрд. единиц СДР (около 33 млрд. долл.) в два периода (1970–1972 и 1979–1981 гг.), что составляет лишь небольшую часть международных валютных резервов. Недавнее одобрение МВФ новой эмиссии СДР на сумму, эквивалентную 250 млрд. долл., свидетельствует о растущей заинтересованности мирового сообщества в усилении роли этого инструмента международного финансового сотрудничества.

Природа проблем обеспечения глобальной ликвидности явным образом изменилась с развитием частных финансовых рынков евродолларов и других европейских валют и введения системы плавающих валютных курсов. Ныне эти проблемы, связанные с обеспечением глобальной ликвидности, менее важны, за исключением случаев чрезвычайных обстоятельств, подобных тем, что были вызваны резким снижением уровня ликвидности, включая и кризис ликвидности в августе 1998 г., а также финансовый кризис, начавшийся в сентябре 2008 г. Но основная проблема остается: зависимость глобальной ликвидности от непредсказуемости макроэкономической политики США и от несбалансированности платежного баланса, что может привести соответственно к избыточной или недостаточной международной ликвидности. До сих пор не решенная проблема доступа развивающихся стран к международной ликвидности — результат циклического характера движения капиталов.

В первоначальном предложении Кейнса о послевоенном устройстве валютно-финансовой сферы не затрагивался вопрос о равенстве при распределении кредитов, поскольку клиринговые кредиты были тогда чисто внутренним делом. Этот вопрос обошли и во время первых выпусков СДР, хотя и высказывались идеи о том, как связать эмиссию глобальной резервной валюты с финансированием в интересах развития. В частности, эксперты ЮНКТАД предлагали увязать

вопрос об обеспечении международной ликвидности для развитых стран с потребностями развивающихся стран в финансировании их экономического развития. Но, как было отмечено выше, вопросы справедливого распределения ресурсов в наши дни уже нельзя игнорировать из-за существенных недостатков действующей международной валютно-финансовой системы, которая не в состоянии решить проблему международной ликвидности в интересах развивающихся стран и заставляет их накапливать большие резервы иностранной валюты.

Переход к новой системе

Реформа глобальной резервной системы возможна лишь на основе многостороннего международного договора или путем постепенного осуществления целой серии региональных инициатив.

Если достаточно большая группа стран согласилась бы принять участие в формировании резервов системы, то это предполагает, что они создают и поддерживают общую резервную валюту, которая заменит их собственные национальные валюты. Региональная резервная система – или даже квазиглобальная – может быть создана и без соглашения между всеми странами. До тех пор, пока новая валюта конвертируется в любую твердую валюту, то есть в другие валюты, она может эффективно использоваться в качестве резервной валюты. Страны-участницы могли бы также дать согласие на постепенное сокращение своих запасов в других резервных валютах.

Членство в этой новой Ассоциации «Резервная валюта» может быть открыто для всех, одобивших ее устав. Преимущества участия достаточно велики для того, чтобы в будущем число ее членов значительно выросло. Среди них будет все больше стран, которые держат большую часть своих авуаров в новой глобальной резервной валюте. В конечном счете

даже США пожелают, возможно, присоединиться к ней. Таким образом, постепенно в результате эволюционного процесса мы сможем добиться создания новой Глобальной резервной системы, альтернативной ныне действующей. Разумеется, нельзя исключать рисков отрицательного выбора – до тех пор, пока участие носит добровольный характер, страны с неконвертируемой валютой будут скорее склоняться к участию в Ассоциации, тогда как предпочтение может отдаваться конвертируемым валютам, оставшимся вне данной схемы.

Действующие региональные соглашения могут служить альтернативным способом постепенного перехода к глобальной резервной системе. У региональных механизмов свои преимущества. В их основу могут быть положены соглашения между центральными банками о свопах или объединении резервов в пулы иностранной валюты. Учитывая, что государства не склонны отказываться от контроля над собственными резервами, соглашения о свопах выглядят более предпочтительными. Объединения резервов, со своей стороны, обладают другими преимуществами, такими как возможность предоставлять кредиты из общего резервного пула в трудных ситуациях и, как уже упоминалось, заниматься эмиссией валюты или резервных активов для использования на региональном или глобальном уровне. В 1980-е гг., например, Латиноамериканскому резервному фонду было разрешено выпускать Андские песо⁸. Этот актив, который до сих пор ни разу не использовался, предназначался для целей международной торговли и должен был подлежать периодическим клиринговым расчетам между центральными банками стран-участниц. Другим важным примером регионального сотрудничества является «Инициатива Чан Мэя» –

⁸ Латиноамериканский резервный фонд был создан Андскими странами в 1978 г. и впоследствии получил название Андский резервный фонд. Ныне его участниками являются Боливия, Колумбия, Коста-Рика, Эквадор, Перу, Уругвай и Венесуэла.

система, разработанная в 2000 г. государствами-членами АСЕАН, Китаем, Японией и Республикой Корея⁹. Если бы эта Инициатива реализовалась путем создания резервного фонда, то этот фонд мог бы служить гарантией эмиссии актива, который мог бы стать действительно привлекательным для центральных банков в других частях света как часть их резервных активов. Однако, если Инициативе Чан Мэя предстоит играть более эффективную стабилизирующую роль, необходимо решить проблему отмены квалификационного требования МВФ для участия в программе по доступу к его своповым механизмам.

Всеобщей критике подверглись региональные механизмы за неспособность диверсифицировать средства противостояния системным кризисам, так как страны-участницы региональных группировок, по-видимому, также подвержены воздействию отрицательных последствий кризиса, если исходить из того, что решения на региональном уровне скорее дополняют, чем заменяют решения на глобальном уровне. Хотя возможности региональных механизмов противостоять внешним негативным воздействиям зависят от способности стран-участниц нивелировать их совместными усилиями, эти механизмы, тем не менее, могут оказаться эффективными, если отрицательные внешние факторы отражаются на участниках с различной степенью интенсивности или не одновременно. Такие обстоятельства позволяют ряду стран-участниц предоставлять кредиты из своих резервов другим странам-участницам, на которых отрицательное воздействие внешних факторов сказалось ранее или более серьезным образом. Кроме того, кредитование при возникновении трудностей с ликвидностью может предотвратить распростране-

⁹ Инициатива представляет собой систему двусторонних своповых соглашений между центральными банками стран-членов. Идет подготовка к их превращению в многосторонние. Система, однако, до сих пор не использовалась. АСЕАН имеет собственные соглашения о свопах, у которых более давняя история.

ние последствий кризиса, разразившегося в данной стране, на другие страны. Тем самым будут ограничены риски распространения «заразной болезни». В более общем плане страна выиграет от участия в региональных соглашениях, если переменная составляющая регионального резервного пула ниже, чем в собственных резервах стран-участниц и если потенциальный доступ к объединенным резервам ограничивает возможность причинения ущерба индивидуальным странам-членам. Подобные региональные договоренности служат, таким образом, инструментом коллективного страхования, которое, по сути, более эффективно, чем самострахование. Статистические данные Экономической комиссии ООН для Латинской Америки и стран Карибского бассейна подтверждают, что преимущества при таком подходе более значительны, так как взаимозависимость соответствующих макроэкономических переменных между странами региона ниже, чем обычно предполагают.

Региональные инициативы могут стать органической частью Глобальной резервной системы. Некоторые эксперты предположили, что реформированный МВФ должен стать сетью таких региональных резервных фондов. Подобная децентрализованная система имела бы множество преимуществ, включая возможность эффективнее решать проблемы, возникающие в связи с кризисами в малых странах на региональном уровне. Система была бы также привлекательна и для средних и малых стран, поскольку на региональном уровне они имели бы больше шансов быть услышанными. Один из способов соединить региональные и глобальные механизмы – сделать вклады на региональном уровне фактором, который должен учитываться при принятии решений о распределении СДР.

Дефолт и реструктуризация государственного долга

Несовершенства действующей системы (или «безсистемность»)

Кризисы государственного долга были основной причиной трудностей развивающихся стран при попытках достичь устойчивого роста и развития в различные периоды начиная с 1980-х гг. Социальные издержки этих кризисов были чрезвычайно велики и включали длительные периоды потерь доходов и безработицы, роста бедности, а в ряде случаев – ухудшения ситуации с неравенством в доходах. Учитывая недостаточный приток иностранных капиталов, серьезные финансовые кризисы сильно ударили даже по странам, где, как принято считать, экономика управлялась вполне эффективно. В некоторых странах истоки кризиса коренились в решениях правительств обслуживать долги частных банков или ведущих фирм, слишком крупных для банкротства, что не сильно отличалось от практики США и других западных стран во время нынешнего мирового кризиса. Подобная «национализация» внешнего долга частного сектора была отличительной чертой долгового кризиса в Латинской Америке в 1980-х гг. и с тех пор стала вполне обычной для долговых кризисов развивающихся стран.

Помимо того, что современный процесс реструктуризации продолжителен и дорогостоящ, списание долга зачастую недостаточно, чтобы укрепить иммунитет от долгового вируса. Наличие чрезмерной задолженности подавляет экономический рост, усиливает обнищание и существенно ограничивает предоставление важных общественных услуг. Часто, когда списание долгов оказывается недостаточным, это вскоре приводит к очередному кризису. И из-за неблагоприятных условий и высоких издержек, вызванных финансовой реструктуризацией, развивающиеся страны не готовы объявлять

дефолт в должное время, что надолго задерживает решение насущных проблем.

Более того, обеспокоенность затянувшимся кризисом в одной стране, распространяющимся согласно «эффекту лавины» на другие страны, стимулирует массовые «спасения», что, в свою очередь, порождает моральные проблемы и увеличивает вероятность будущих кризисов

Независимо от объяснений этих кризисов (является ли их причиной рискованная экономическая/финансовая политика правительств или усилившиеся экономические колебания либерализованной финансовой среды) действующая система решения проблем государственного долга, слишком продолжительного и отвечающего интересам кредиторов, не служит интересам общественного блага и далека от насущных интересов бедных и обездоленных в странах-должниках.

Действующая «система» (а на самом деле «безсистемность») возникла как результат случайных, несогласованных между странами и вынужденных действий в ответ на кризисы государственного долга, происходившие за последние полвека. Тот факт, что принятие решений в рамках действующей системы занимает слишком много времени, а сами решения мало эффективны, позволяет прийти к выводу о неудовлетворительности ее механизмов решения проблем государств-должников по сравнению с национальными механизмами законодательств многих стран о банкротствах частных корпораций и публично-правовых организаций низшего уровня. Цель национальных механизмов – найти не только быстрое и равноправное для сторон решение, которое признает на равных основаниях как требования государственных кредиторов, так и права обычных граждан, в частности, на образование, здравоохранение или льготы для пожилых людей, но и решение, направленное на реализацию национальных социально-экономических интересов, особенно в том, что касается «нового начала» («fresh start» или «clean slate») обанкротившейся структуры после ее реорганизации. Меха-

низм регулирования кризисов государственных долгов, наоборот, грешит отсутствием равенства партнеров. Государственные кредиторы всегда сетуют на то, что частные кредиторы не следуют принципам реструктуризации, согласованным в Парижском клубе (и всегда были «халявщиками»). Размер реструктуризации долга и освобождение от его уплаты согласовываются в каждом конкретном случае отдельно и зависят с очевидностью от значимости страны-должника и умения переговорщиков, ее представляющих.

В отношении государств-должников система действует в условиях неформальной и несовершенной координации усилий страны-должника и ее кредиторов Международным валютным фондом под эгидой основных промышленных стран, входящих в Группу 7. Они дают директивы общего плана МВФ и другим вовлеченным в процесс институтам, таким как Парижский клуб, который занимается реструктуризацией государственных долгов. Система предполагает, что развивающаяся страна-должник примет одобренную макроэкономическую адаптационную программу, что эта программа окажется эффективной и что все заинтересованные кредиторы (банки, держатели государственных облигаций и поставщики, государственные кредиторы и международные организации) будут сотрудничать между собой с целью согласовать общую сумму освобождения от долгового бремени и окажут необходимую финансовую поддержку в соответствии с документами МВФ. Зачастую реальная сумма списанного долга чрезвычайно мала: все сводится к реструктуризации обязательств, а размеры уменьшения долга калькулируются исходя из крайне оптимистических прогнозов экономического роста, что создает питательную среду для новых проблем.

Основные условия успешного применения механизма списания долга редко выполнялись. И потому доверие к системе быстро падало и еще более пострадало от неудовлетворительного урегулирования кризисов в Восточной Азии,

России, Эквадоре и Аргентине. Даже «Инициатива наименее развитых стран», обремененных крайне высоким государственным долгом, в ее первоначальном виде была признана недостаточной, чтобы дать беднейшим странам новый старт. После почти десятилетних переговоров она была дополнена в 2005 г. «Многосторонней инициативой списания долгов». Тем не менее, Инициатива беднейших стран стала первым всеобъемлющим подходом к решению долговых проблем наименее развитых стран. Наряду с ней были разработаны различные стратегии борьбы с бедностью в Центре сотрудничества в интересах развития. Методом разработки этих стратегий частично служила диалоговая форма обсуждения проблем с участием гражданского общества. Их уязвимым местом, тем не менее, является следование во многих случаях требованиям проциклического характера в ущерб условиям социально-экономического плана.

Помимо этого, некоторые индивидуальные переговоры вне упомянутой Инициативы наименее развитых стран-должников после восточноазиатского кризиса были признаны неудовлетворительными. Большинство реструктуризаций долгов отдельных стран в период кризиса осуществлялось на основе добровольных соглашений о сотрудничестве с держателями облигаций. Но это не снижало уровня долга. Сомнительной была и прозрачность процесса переговоров о реструктуризации. Следует упомянуть и о давлении на страны-должники со стороны других стран и международных финансовых институтов.

Более того, когда кредиторы сидели за столом переговоров, другие истцы – такие как, например, вышедшие на пенсию государственные чиновники, которым была обещана «персональная пенсия», – там не присутствовали. Глава 9 Кодекса о банкротствах США, которая применяется к муниципальным и другим государственным структурам низшего уровня, выделяет эту категорию государственных истцов (в том, что касается их права требования из государственных

доходов) в качестве приоритетной. На международном уровне, наоборот, решению подобных проблем не уделяется должного внимания.

Наконец, некоторые критики называют ныне действующую практику погашения государственного долга «шоковой», поскольку по своей сути она в максимальной степени заставляет страны избегать невыполнения своих долговых обязательств. Малые и экономически слабые страны будут вынуждены, по-видимому, платить высокую цену за то, что система дисциплинирует должников.

Стремительный рост аргентинской экономики после дефолта 2001 г., несмотря на затянувшееся выздоровление, показывает, что выплата чрезмерного долга может создать предпосылки для быстрого экономического роста даже в относительно неблагоприятных условиях. Однако несмотря на быстрый рост страна столкнулась со значительными трудностями, пытаясь вновь выйти на частные финансовые рынки.

Международный суд по реструктурированию долгов

Некоторые сомневаются в необходимости новых процедур по реструктуризации долгов. По их мнению, достаточно внести лишь небольшие изменения в долговые контракты, как, например, оговорки о «групповых исках». Но ни одна страна не использует лишь эту оговорку для решения проблем своих долгов. А потому нет оснований считать, что этого будет достаточно для решения проблемы долгов на международном уровне. Например, оговорка о «групповых исках» не может служить средством разрешения конфликтов между различными категориями истцов.

Легко можно согласиться с тем, что списание долга для разных стран должно зависеть от конкретных обстоятельств. Однако нереально иметь один комплекс норм, регулирующий списание долга для одной определенной группы стран,

как в случае с наименее развитыми (беднейшими) странами-должниками и, соответственно, Международной инициативой по списанию долга, и другой комплекс норм – для остального мира. Скорее, нужна постоянная институциональная структура, занимающаяся проблемами списания долгов, чтобы она способствовала кредиторам и должникам в реструктуризации долгов и помогала «обрести второе дыхание» стране-должнику с учетом специфики ее экономических условий. Процедура реструктуризации задолженности должна быть эффективной, справедливой, прозрачной и ограниченной по времени для решения долговых проблем *ex post* (после того, как проблемы становятся очевидными, особенно после дефолта), а также должна стимулировать эффективность их решения *ex ante* (т.е. на момент заимствования).

Хорошо разработанные процедуры призваны защищать мелких и крупных кредиторов, равно как и «государственных истцов». Эти процедуры должны предоставлять должнику необходимые возможности объявлять дефолт в рамках надлежаще организованного процесса. Принципы развития в интересах человека, стабильности и равенства между должниками и кредиторами и между самими кредиторами должны применяться одинаково при решении проблем всех государственных долгов в рамках международной системы разрешения споров. Как и в случае банкротств на национальном уровне, основных участников международного регулирования следует в максимально возможной степени поощрять к самостоятельному достижению соглашения о реструктуризации задолженностей. Будет ли достигнуто такое соглашение и какова будет его природа, может во многом зависеть от правовых механизмов.

Достижение этих целей требует более структурированной основы для международного сотрудничества в этой сфере. По той же причине, что заставляет государства принимать законодательство о банкротстве и не полагаться только на добровольные процессы для решения проблемы корпоратив-

ных банкротств, эффективная система регулирования государственных долгов требует нечто большего, чем моральный призыв к сотрудничеству. Это означает создание механизма урегулирования государственных долгов.

Такой механизм включает и создание Международного суда по реструктуризации государственного долга по аналогии с национальными судами, регулирующими дела о банкротствах и несостоятельности. Этот суд обеспечивал бы соблюдение согласованных международных принципов, касающихся приоритетности исков, необходимых полных списаний и распределения рисков оценки разницы между рыночной и залоговой стоимостями обеспечения. Он проводил бы различие между отдельными категориями долгов, в том числе государственные долги, долги, гарантированные государством, и частные долги, выкупленные государством. Это необходимо для того, чтобы сделать прозрачными реальные обязательства государства. Суд мог бы определять, какие долги следует считать «однородными», а также предоставлять потенциальным частным или государственным кредиторам право распространять финансирование на «должников во владении», как при реструктуризации корпоративных долгов. Национальные суды должны будут признавать легитимность Международного суда, а потому и кредиторы, и должники следовали бы его регулированию.

В качестве промежуточного шага к созданию Международного суда по реструктуризации государственного долга этому может предшествовать создание «Международной посреднической службы» – некоей структуры «мягкого права», чтобы способствовать разработке юридических норм, регулирующих реструктуризацию государственного долга. При этом не следует забывать, что следование нормам международного права и погашение государственного долга в значительной степени носит, в определенном смысле, «добровольный» характер.

Но даже после создания такого международного суда будет действовать презумпция, что его деятельности должно

предшествовать посредничеству. Для реализации всеобъемлющей реструктуризации суд должен способствовать согласованию позиций кредиторов в их отношениях с различными категориями должников. В долгосрочной перспективе компетенция Суда распространится и на государства-кредиторы, которые действуют ныне в рамках Парижского клуба, а также на международные организации-кредиторы. В тех случаях, когда посредничество окажется неэффективным или неоправданно затянутым, суд должен быть наделен компетенцией брать на себя роль арбитра. Он может сотрудничать с МВФ и Всемирным банком или банками регионального развития, чтобы способствовать промежуточному финансированию в интересах поддержания экономического потенциала сторон во время переговоров. Но такой вид кредитования не должен стать механизмом спасения кредиторов, которые не проявили надлежащей осмотрительности при предоставлении кредитов.

Помимо проблем реструктуризации государственных долгов, на повестке дня стоят серьезные проблемы управления реструктуризацией трансграничных частных долгов. Речь идет прежде всего о конфликтах различных юрисдикций и опасности предпочтений каждой стороны в свою пользу. Международный суд реструктуризации государственного долга может расширить свою компетенцию, включив в нее рассмотрение дел о банкротствах, в которых участвуют стороны, подлежащие разным юрисдикциям. (Эти проблемы стоят особенно остро в условиях нынешнего кризиса в международных финансовых институтах, действующих во многих юрисдикциях. См. главу 3.)

Ранее при обсуждении механизмов реструктуризации государственного долга исходили из того, что МВФ или его отдельная и вновь созданная структура будут действовать по типу судов по делам о банкротствах и несостоятельности. Однако, поскольку было бы желательно создать механизм реструктуризации государственного долга под эгидой какой-

либо международной организации, МВФ в его нынешнем виде вряд ли представляет собой подходящую для этой цели структуру, так как сам является кредитором и находится под сильным влиянием стран-кредиторов. Поэтому его нельзя рассматривать как «нейтрального» посредника или арбитра. Арбитраж в рамках Международного центра по решению инвестиционных споров Всемирного банка также не сумел завоевать доверие развивающихся стран в качестве справедливого арбитра по спорам между инвестором и государством согласно двусторонним инвестиционным соглашениям.

В основу судебных процедур должны быть положены общепризнанные и легитимные принципы права и процесса. Согласованные цели, такие как добросовестная, транспарентная и устойчивая финансовая реструктуризация, стимулирующая развитие, укрепляют доверие должников к суду. Разумеется, все заинтересованные стороны могут выиграть от совершенствования процесса реструктуризации долгов, включая кредиторов, которые по достоинству оценят уменьшение неопределенности в силу ясных и четких правил игры и большие шансы на то, что ситуация после реструктуризации станет устойчивой. Однако процесс превращения этих целей в согласованные принципы и процедуры может оказаться трудным из-за конфликта интересов¹⁰.

¹⁰ Об этом свидетельствуют конфликты во многих странах, возникшие из-за законов о банкротствах. Аргументы кредиторов, что благоприятные для должников механизмы реструктуризации могут повысить процентные ставки, не могут не вызывать скептицизма, так как не находят подтверждения. Мы уже высказывали предположение, что от улучшения механизмов реструктуризации могут выиграть все. Система, в большей степени учитывающая интересы должников, побудит кредиторов к проявлению большей осмотрительности. Современная система, при которой государственный сектор вынужден постоянно довольствоваться возвратом предоставленного кредита по частям из-за его неточной оценки кредиторами, должна восприниматься как совершенно неприемлемая. Долговые кризисы заставляют общество нести большие расходы, которые превышают затраты заемщиков и кредиторов. Следовательно, даже если ставки по кредитам возрастут, это все равно может оказаться полезным.

Следует поощрять аудиторские проверки государственных долгов на транспарентность и добросовестность реструктуризации и на предмет их возможного аннулирования. Норвегия и Эквадор хорошие тому примеры.

Нет ничего неизменного в современном подходе к решению кризисов государственного долга. Этот подход сформировался в политической и экономической атмосфере после Второй мировой войны. И потребность в разработке более эффективной системы все еще стоит на повестке дня международной политики. Международному сообществу необходимо продолжать активно прилагать усилия для разработки специального механизма, который позволил бы институализировать принципы, изложенные в данном докладе.

Управление иностранными долгами

Кризис выявил срочную необходимость реформировать институциональные структуры, регулирующие списание долгов, так как все больше развивающихся стран – особенно среди стран с низкими доходами, а потому и наиболее уязвимых, – может столкнуться с трудностями при выполнении своих обязательств по внешним долгам. Именно поэтому нынешний кризис и диктует срочность этих реформ. Если этими долгами не будут управлять лучше, чем это делалось в прошлом, последствия для развивающихся стран и особенно для бедных слоев населения в этих странах могут быть самыми серьезными.

Ранее уже упоминалось о необходимости новых процедур реструктуризации государственных долгов. Не менее важно принять меры, способствующие более эффективному управлению долгами сегодняшнего дня. Это необходимо для предотвращения вынужденных дефолтов, которые в противном случае будут неизбежны для стран-должников.

Поэтому ООН должна усилить роль рекомендаций ЮНКТАД по вопросам управления долгами. Альтернатив-

ным подходом может стать создание Комиссии по иностранным долгам, которая будет давать оценку проблем внешних долгов развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Комиссия с равным представительством по географическому принципу и технической поддержкой Бреттон-Вудских, региональных и других международных финансовых организаций будет давать свои рекомендации о путях совершенствования управления внешними долгами и о методах предотвращения финансовых кризисов и выхода из них¹¹. Комиссия могла бы также изучать действующие соглашения и предлагать международному сообществу проекты механизмов, позволяющих более успешно бороться с долговой зависимостью. Она помогала бы отягощенным долгами странам вернуться к восстановлению их кредитоспособности, распространять методы расширенного Парижского клуба на новые государства-кредиторы, а также создать временную структуру по оказанию посреднических услуг и на основе опыта ее деятельности помочь сформировать постоянные механизмы, призванные решать проблемы долгов путем посредничества и арбитража (т.е. Международный суд по реструктуризации долгов).

Инновационные структуры управления рисками

Волатильность притоков частного капитала в развивающиеся страны стала причиной разработки политики и инструментов, которые позволили бы этим странам эффективнее управлять рисками, порожденными усилившимися процессами международной финансовой интеграции, и, что самое

¹¹ См. «Doha Declaration in Financing for Development: outcome document of the Follow-up International Conference on Financing for Development to Review the Implementation of the Monetary Consensus» (A/CONF.212/L.1/Rev.1) Doha, Qatar, 29 November – 2 December 2008, paragraph 67.

главное — лучше распределять эти риски среди различных участников рынка. Как показали прошлые и текущий кризисы, проциклический и «стадный» характер движения международных инвестиционных потоков имеет тенденцию генерировать спонтанные циклы экономических бумов и спадов, последствия которых крайне отрицательно сказываются на развивающихся странах. Современные механизмы также существенно ограничивают возможности развивающихся стран проводить антициклическую макроэкономическую политику. Более того, многие развивающиеся страны и страны с формирующейся экономикой берут краткосрочные займы в твердой валюте, что заставляет их нести риски колебаний процентных ставок и валютных курсов. Наконец, неудовлетворительное функционирование механизмов по решению долговых споров вынуждает развивающиеся страны производить большие затраты.

В свете сказанного неудивительно появление разнообразных идей и предложений по созданию инновационных финансовых инструментов. Предложенные инструменты включают механизмы, позволяющие более эффективно управлять рисками, порождаемыми циклами деловой активности и колебаниями цен на сырье. Речь идет в первую очередь о государственных облигациях, связанных с ВВП и сырьевыми товарами, и о финансовых гарантиях антициклической направленности. Стимулирование рынков облигаций в местной валюте рассматривалось как способ усиления финансового развития и сокращения несовпадения активов и пассивов по валютам, негативно влияющего на структуру долга развивающихся стран.

Облигации, связанные с ВВП, представляют собой обычные низко доходные купонные облигации, стоимость которых возрастает при дополнительном платеже согласно заранее разработанной формуле. Она зависит от роста ВВП страны-должника. Эта схема плавающей доходности увязывает доходность со способностью обслуживать долг и тем

самым сводит к минимуму вероятность затратных и разрушительных дефолтов и долговых кризисов. Уменьшение стоимости обслуживания государственного долга в периоды финансовых неурядиц для экономики страны может способствовать скорейшему подъему деловой активности, поскольку это позволяет увеличить бюджетные расходы в трудные времена. С точки зрения инвесторов облигации, связанные с ВВП, уменьшают вероятность дефолтов и тем самым – расходы на проведение новых дорогостоящих переговоров. К тому же они еще и предоставляют благоприятную возможность для диверсификации. Средняя доходность может быть выше, чем у обычных облигаций, но сам факт того, что эти облигации позволяют странам успешно справляться с возникающими рисками, более чем компенсирует дополнительные издержки¹².

Частные финансовые рынки вряд ли возьмут на вооружение эти инструменты (из-за трудностей внешнего характера, связанных с их представлением, поскольку преимущества социального характера превышают частные прибыли). Международные банки развития должны принимать активное участие в продвижении этих инструментов и в создании рынков для них. Экспертная инициатива Всемирного банка, «создателя рынка» продажи кредитов (квот) вредных выбросов, загрязняющих окружающую среду, в рамках Киотского протокола может служить прекрасным примером такой деятельности. Всемирный банк и региональные банки разви-

¹² Однако появление этих ценных бумаг на финансовом рынке может быть сопряжено с рядом практических трудностей. В частности, это может быть связано с лагами при предоставлении данных о ВВП и их частыми пересмотрами, а также качеством оценки этих данных. Но это препятствие легко преодолимо обращением к международным стандартам и предоставлению технической помощи. Сложнее дело обстоит с проблемами ликвидности этих инструментов, особенно при их первой эмиссии. Подобная ситуация уже имела место, когда были выпущены облигации, индексированные с учетом инфляции, но ныне они общепризнанны. Государства и международные организации могут помочь в создании более емкого рынка.

тия могли бы, в частности, выдавать кредиты, обслуживание которых было бы связано с ВВП. Эти кредиты затем могли бы быть проданы на финансовых рынках в индивидуальном порядке или коллективно и проконтролированы. Альтернативно Всемирный банк или региональные банки могли бы купить облигации, связанные с ВВП, которые развивающиеся страны разместили бы частным образом. Если большинство международных банков развития начнет проявлять активность в предоставлении подобных кредитов, это может увеличить преимущества адаптации обслуживания долгов к различным темпам роста стран, которые не имеют доступа к частному рынку облигаций. Индексированные ценные бумаги с привязкой к ВВП особенно подходят для финансовой системы исламских государств, поскольку могут соответствовать законам шариата, запрещающим взимание процентов.

Возможно также создание гибких альтернативных механизмов платежей, которые позволяли бы заемщикам автоматически стабилизировать ситуацию в трудные времена. Например, одной из таких возможностей является механизм фиксированных выплат по купонам и амортизационные списания по плавающим ставкам, согласно установленному графику. Страны отсрочат частично или полностью погашение долга во время экономического спада, а во время подъема будут осуществлять предоплаты. Историческим прецедентом может служить Англия, которая получила в 1940-е гг. кредиты от США. Англо-американское финансовое соглашение 1946 г. включало оговорку (оговорка «форы») о добровольном отказе США от 2% выплат в счет погашения кредита, пересчитанных в текущих (на тот период) ценах за каждый год, в который доходы Соединенного Королевства в иностранной валюте не покрывали довоенного уровня импорта.

Облигации с привязкой к сырьевым товарам могут также играть полезную защитную роль в первую очередь для экономики стран-экспортеров сырья, уязвимой к отрицательному воздействию извне. Примерами облигаций, индексиро-

ванных относительно цен на сырье, могут служить обеспеченные нефтяные облигации класса Брэйди, первый выпуск которых был гарантирован правительством Мексики. В таких облигациях купон или основные платежи привязаны к цене соответствующего сырьевого товара. В подобных случаях помощь международных организаций в создании рынков таких облигаций также крайне желательна.

Развивающиеся страны могут понести большие затраты по государственным долгам, если попытаются перейти от рисков, связанных с нестабильностью цен на сырьевые товары, к другим ценовым рискам. Но выгоды от такой системы должны превышать затраты при нормальной работе рынков. Хотя, возможно, они менее полезны, чем облигации с привязкой к ВВП для растущего числа развивающихся стран, которые обладают достаточно диверсифицированной структурой экспорта и по этой причине не всегда могут привязывать цены на сырье к выплатам по облигациям, тем не менее они имеют решающее преимущество, состоящее в том, что на риск, «застрахованный» посредством облигации, не влияют действия государства (т.е. моральные риски представляют собой меньшую проблему).

Другим способом борьбы с циклическими последствиями движения частных капиталов является финансирование государством антициклических мер, например путем выпуска гарантий антициклической направленности. Так, гарантии кредитов, предоставляемых развивающимся странам Международными банками развития и Агентствами по кредитованию экспорта, носили ярко выраженный антициклический характер. И если банки и другие кредиторы снижали сумму гарантированного риска, то Международные банки развития и Агентства по кредитованию экспорта увеличивали уровень гарантий при условии, что в долгосрочном плане экономика соответствующей страны будет оставаться стабильной. Когда же ситуация по мнению частных банков улучшается и они проявляют готовность увеличить объемы

кредитования, Международные банки развития и Агентства по кредитованию экспорта могут уменьшать сумму гарантий. В качестве альтернативы могут быть разработаны специальные механизмы антициклических гарантий торговых и/или долгосрочных кредитов, – например международными или региональными банками развития. Эти механизмы могут быть более активно использованы в периоды резкого снижения уровня инвестиций. Цель этих механизмов – стимулировать деловую активность частного сектора или предоставление долгосрочных кредитов, особенно для развития инфраструктуры.

Наконец, многие развивающиеся страны стимулировали развитие национальных рынков капитала, особенно рынков облигаций в местной валюте. Фактически эти рынки стали процветать после азиатского кризиса. Их число увеличилось в пять раз за период с 1997 по 2007 г. в двадцати крупных и средних странах с формирующейся экономикой, по которым Банк международных расчетов регулярно давал информацию. Данную тенденцию можно рассматривать как ответ стран с формирующейся экономикой на неустойчивый и циклический характер международного движения капиталов и на волатильность валютных курсов. А можно рассматривать и как средство создания более стабильного источника финансирования в местной валюте долгов государственного и частного секторов, смягчая тем самым трудности финансирования, вызываемые внезапным приостановлением трансграничного движения капиталов, уменьшая зависимость от банковских кредитов как источника финансирования долгов и, самое главное, – снижая риски валютных расхождений активов и пассивов. Для иностранных инвесторов это может быть привлекательным с точки зрения формирования диверсифицированных портфелей государственных долгов в валюте стран с формирующейся экономикой или долгов корпораций развивающихся стран, поскольку коэффициент соотношения прибыли к риску на вложенный капитал выгодно от-

личается от других показателей доходности ценных бумаг на рынке капиталов.

Дальнейшее развитие этих рынков крайне желательно. Во-первых, на рынках облигаций развивающихся стран до сих пор преобладают относительно краткосрочные эмиссии, и поэтому они имеют тенденцию к корректировке валютных расхождений и в то же время к увеличению несовпадения по срокам погашения. Во-вторых, гораздо легче развивать большие и емкие местные рынки долгов госсектора, чем корпоративных долгов. А потому крупные корпорации продолжают полагаться на внешнее финансирование. Поскольку такое внешнее финансирование является более краткосрочным, чем финансирование, которое правительства многих развивающихся стран могут получить на мировых рынках ссудного капитала, общая структура долгов этих стран имеет тенденцию становиться более краткосрочной, а значит, и более рискованной. Действительно, постоянные возобновления внешних корпоративных долгов рассматриваются в качестве основной проблемы многих стран с формирующейся экономикой. В-третьих, многие из этих рынков недостаточно ликвидны. Эта проблема приобрела особую остроту после недавнего резкого падения рынка. В-четвертых, хотя эмиссии местных облигаций привлекали иностранных инвесторов, последние в основном или, по крайней мере, частично руководствовались ожиданиями повышения валютных курсов, поскольку эта тенденция превалировала во время недавнего бума. Но разразился мировой финансовый кризис, начался отток капиталов, и в таких обстоятельствах полагаться на эти краткосрочные портфельные инвестиции значило усугублять циклический характер финансирования вместо того, чтобы корректировать его. Это во многом напоминает историю с краткосрочным внешним банковским долгом в предыдущие кризисы.

Поэтому, хотя развитие местных рынков облигаций стало большим достижением в финансировании развивающихся

стран со времени азиатского кризиса, радужные надежды, связанные с этим процессом, остались частично нереализованными в том, что касается смягчения рисков. Для правительств развивающихся стран важно решить с помощью международных организаций некоторые из наиболее очевидных проблем и продолжать инвестировать в развитие рынков долгосрочных отечественных облигаций.

Инновационные источники финансирования

Трудности осуществления задачи, которую ООН поставила перед развитыми странами – отчислять 0,7% своего ВВП на помощь в интересах развития и на адекватное финансирование различных видов общественного блага на глобальном и региональном уровнях (борьба за мир, с эпидемиями, с последствиями изменения климата и за сохранение окружающей среды в общем плане), заставили мировое сообщество разрабатывать предложения о гарантиях привлечения более надежных и стабильных источников финансирования этих целей.

Дискуссии выявили два совершенно различных вида инициатив. Последние годы характеризуются реанимацией старой идеи инновационного финансирования: в 2006 г. в Париже была создана «Ведущая группа по сборам солидарности», куда ныне входит около 60 стран и основные международные организации.

Некоторые инициативы предлагают ввести «сборы солидарности», или, в более общем плане, налогообложение для достижения глобальных целей. Во избежание опасности толкования этого термина странами-участницами в ущерб их налоговому суверенитету было решено взимать налоги на национальном уровне, а координировать – на международном. Некоторые страны уже объявили о включении сборов солидарности в стоимость авиабилетов. Но существует и более широкий круг предложений.

Появились даже предложения об аукционах на мировые природные ресурсы, таких как права на рыболовство в мировом океане и на квоты вредных выбросов, загрязняющих окружающую среду, – для реализации глобальных экологических программ.

Доходы от реализации этих инновационных инициатив могли бы быть направлены на финансирование развития развивающихся стран, включая и финансирование их вклада в увеличение различных видов общественных благ. Например, существующие сборы на авиабилеты используются для финансирования международных программ по борьбе с малярией, туберкулезом и ВИЧ/СПИДом.

Предложение, касающееся налогообложения для достижения глобальных целей, имеет длинную историю. Поскольку всеобщее участие не является необходимым, такое налогообложение служило бы интересам развития при условии мобилизации значительных ресурсов. Некоторые предложения преследовали двойную цель: мобилизацию средств для достижения глобальных целей и устранение отрицательных последствий внешних факторов на международном уровне. Два предложения заслуживают специального рассмотрения: налоги на вредные выбросы парниковых газов и обложение финансовых сделок.

Поскольку двуокись углерода – основной источник глобального потепления, обоснованием налога на его выбросы (или аукционов на права по его выбросу) может служить аргументация в пользу защиты окружающей среды; это одновременно ограничивает сферу отрицательного воздействия внешних факторов и служит значительным источником финансирования развития. Доходы от продажи прав на выбросы в развитых странах (или от введения налога в развитых странах) переводились бы в развивающиеся страны для конкретных целей борьбы с глобальным потеплением (в исполнение обязательств, уже принятых развитыми странами) или для более широких задач развития и ликвидации

бедности. Проект любого налога/ограничения и системы торговли должен, разумеется, учитывать последствия распределения доходов внутри стран и между ними. Некоторые доходы должны быть использованы для устранения отрицательных последствий такого распределения.

Подобные механизмы могут быть разработаны и для оплаты экологических услуг. Эти схемы уже действуют на местном уровне в различных частях света. Они позволяют потребителям соответствующего общественного блага компенсировать некоторые издержки тем, кто произвел его или сохранил, а также стимулируют его производство. Например, пользователи водных ресурсов вниз по течению могут платить управляющим лесами, расположенными вверх по течению, чтобы обеспечить устойчивое водоснабжение в будущем. Подобные механизмы могли бы также использоваться для оплаты глобальных экологических услуг, таких как сохранение тропических лесов. Эти леса играют важную роль в защите биологического разнообразия и в борьбе с выбросами парниковых газов. Выплаты развивающимся странам за эти экологические услуги по сохранению тропических лесов стимулировали бы их осуществлять эти услуги и в дальнейшем и одновременно предоставляли бы значительные суммы, которые могли бы быть использованы на цели развития и борьбы с бедностью.

Налоги на загрязнение окружающей среды – пример механизмов, которые одновременно увеличивают доходы и повышают экономическую эффективность, смягчая отрицательные последствия внешних факторов. Эффективнее облагать налогом негативные явления (такие как загрязнение окружающей среды), чем положительные (например, трудовую деятельность и сбережения). В предыдущих главах рассматривались другие негативные последствия экзогенных факторов, связанных с финансовой деятельностью, особенно с чрезмерной волатильностью трансграничных краткосрочных потоков капитала («горячих денег»). Их дестабилизирующая роль заставила разработать предложения о налоге на

оказание финансовых услуг. Наряду с серьезной политической оппозицией этому со стороны заинтересованных лиц в ряде стран существуют также трудности с его реализацией. Возможность безболезненного преодоления этих трудностей до сих пор остается спорной. Поэтому некоторые эксперты предлагают сузить налоговую базу, к примеру, при обложении сделок с акциями, облигациями и деривативами; поскольку крупные фондовые биржи демонстрируют в публикуемой отчетности положительные показатели этих сделок, небольшой налог на них не должен привести к переносу торговли ценными бумагами на альтернативные, более мелкие биржевые площадки. (Аналогичный аргумент может быть использован по отношению к внебиржевой торговле крупных банков деривативами; благодаря большим преимуществам из-за меньших рисков их контрагентов уход в менее крупные учреждения маловероятен.)

Другая группа предложений касается использования новых финансовых механизмов. Один из них, имеющий долгую историю, – долговые свопы в целях развития. Недавно он уже использовался в рамках инициативы «Долг для здоровья» (Берлин, 2007 г.). Согласно ей происходит обмен части старых долговых требований к развивающимся странам на новые местные ресурсы в интересах здравоохранения. В 2003 г. Соединенное Королевство предложило создать Международную финансовую структуру для кредитования обязательств по будущему представлению официальной помощи развитию посредством выпуска облигаций, обеспеченных залогами доноров государственного и частного секторов. Первый из этих механизмов, Международная финансовая структура по покрытию рыночных рисков, уже функционирует. Поскольку эти механизмы могут обеспечить финансирование долга в краткосрочной перспективе, они подвергаются риску быстрых изменений в доступе к финансовым средствам в будущем. Такие разновременные операции могут быть оправданы только в следующих случаях: 1) процент-

ная ставка в этих структурах ниже той, по которой могут делать заимствования государства; и 2) средства инвестируют-ся таким образом, чтобы их доходность превышала зачетную.

Совместные действия со смешанным государственно-частным участием могут также содействовать достижению ряда целей международного характера. Это касается, прежде всего, некоторых недавних инициатив в области здравоохранения со стороны крупных фондов, национальных правительств и международных организаций¹³.

Развивающиеся страны уже доказали, что могут успешно использовать более значительные ресурсы, чем те, которыми они располагают. Одно время казалось, что мировые финансовые рынки должны заниматься финансированием только беднейших стран. Сейчас становится понятным, что это не так. Финансирование осуществляется в отношении относительно небольшого числа стран и лишь некоторых секторов экономики. Причем, оно носит исключительно циклический характер. Нынешний кризис подчеркнул потребность в значительно большем объеме средств, особенно во время кризиса. Необходимость в дальнейшей разработке инновационных механизмов совершенно очевидна. Ежегодные эмиссии Глобальной резервной валюты, о которой речь шла в первом разделе данной главы, могут стать одним из возможных источников существенного и стабильного финансирования.

¹³ Имели место также и эксперименты с новыми механизмами финансирования и стимулирования исследований. Пример – Обязательства предоставления кредита, в соответствии с которыми государственные доноры обязуются выделить средства, чтобы гарантировать цены на новые произведенные вакцины, при условии, что они отвечают критериям эффективности, затратности и доступности. Это стимулирует фармацевтические фирмы проводить исследования неизученных болезней, поражающих население бедных стран. Такие механизмы, однако, уступают другим способам финансирования и мотивации исследований, поскольку обычно опираются на систему патентов, так что без дотаций продажная цена вакцины будет значительно выше предельного максимума себестоимости. Эти проблемы касаются альтернативного финансирования/мотивационных схем, таких как поощрительные фонды.

ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Этот кризис стал наиболее значительным глобальным кризисом за последние 80 лет. Он не является какой-то из ряда вон выходящей катастрофой, поражающей экономику раз в столетие, катастрофой, которую нельзя ни предвидеть, ни избежать. Наоборот, по нашему мнению, кризис – творение человеческих рук: он стал результатом ошибок частного сектора и неправильной, обреченной на неудачу политики государства.

В чем ошибка: резюме ошибочной политики и философии

Авторы Доклада исходят из того, что для адекватного ответа на кризис – то есть чтобы добиться быстрого подъема и предотвратить его продолжение, – необходимо установить его правильный диагноз. Как политическая практика, так и экономические теории сыграли свою роль. Ошибочная политика помогла кризису начаться в одной стране и быстро распространиться по всему миру.

Источником многих из совершенных ошибок в государственном и частном секторах послужили разные направления экономической философии, господствовавшие в последнюю четверть века (иногда их называют неолиберализм или рыночный фундаментализм). Эти безупречные доктрины оказали отрицательное влияние на принятие решений в государственном и частном секторах и на проведение политики, которая способствовала развитию кризиса. Кроме того, благодаря им формировалось устойчивое мнение, что рынок обладает способностью к саморегулированию и, соответствен-

но, в государственном регулировании нет необходимости. Эти доктрины повлияли также на проведение ошибочной политики центральными банками.

Неэффективно действующие институты и институциональные механизмы на национальном и международном уровнях также внесли свой вклад в развитие кризиса. Несовершенство международных институтов и их системы управления, а также экономическая философия и модели развития, на которые они опирались, способствовали тому, что они не смогли предотвратить кризис, определить его причины, заранее предупредить о его наступлении и, наконец, адекватно на него отреагировать, после того, как он разразился и его невозможно было игнорировать. Действительно, некоторые из рекомендованных политических действий сыграли свою роль в развитии кризиса и в его быстром распространении по всему миру. Все это способствовало экспорту «токсичной продукции», ошибочной философии регулирования и далекой от совершенства институциональной практики из стран, претендующих быть примером для всеобщего подражания.

Дискуссии об адекватной институциональной практике, механизмах и экономических, политических и социальных теориях, лежащих в их основе, будут продолжаться годы. Идеи и идеология ключевых аспектов того, что было принято по-разному называть — неолиберализм, рыночный фундаментализм или доктрины Вашингтонского консенсуса, ныне признаны по меньшей мере сомнительными. На другие же идеи, которые могли оказаться более полезными и помочь избежать кризиса и смягчить его негативные последствия, внимания не обратили.

Последняя четверть прошлого века ознаменовалась и некоторыми значительными успехами. Не в последнюю очередь в этой связи заслуживает упоминания стремительный экономический рост азиатского континента, что помогло вырвать сотни миллионов людей из нищеты и принесло ряд социальных преимуществ, включая увеличение продолжитель-

ности жизни, повышение уровня грамотности и улучшение здравоохранения. Однако, если некоторые страны начали процветать, в других этого не произошло. Международные финансовые и экономические механизмы во многих случаях срабатывали контрпродуктивно в отношении развивающихся стран. Глобальные механизмы, стимулирующие быстрый социально-экономический рост во многих частях земного шара, функционировали не без издержек: во многих странах росло неравенство, а в некоторых случаях чрезвычайно быстро истощались природные ресурсы и деградировала окружающая среда.

Последняя четверть XX века характеризуется также высоким уровнем нестабильности. В прошлом успех предотвращения глобального характера кризисов, начинавшихся в развивающихся странах, достигался очень дорогой ценой. В частности, во многих странах наступала не вызванная необходимостью серьезная рецессия и даже депрессия. А оказание помощи какой-либо стране в ряде случаев сопровождалось потерей ею суверенитета в некоторых сферах ее общественной жизни, имеющих жизненно важное значение для ее граждан. Нынешняя Великая Рецессия 2008 года – наиболее глубокий из многочисленных кризисов, поражавших планету. Но попытки предотвратить именно этот кризис окончились полной неудачей. Он начался в развитых странах и распространился на развивающиеся, включая те из них, которые проводили правильную макроэкономическую политику и осуществляли эффективное регулирование. Глобализация обещала большую экономическую стабильность, но привела к большей нестабильности.

Что было сделано

Ответ международного сообщества на кризис был беспрецедентным. Массированные меры по стимулированию экономики и антикризисные меры, принятые большинством правительств, остановили мир на краю пропасти глобальной

депрессии. В целом, государственные расходы на поддержание экономической деятельности «сработали» так, как предполагалось. В большинстве стран эти расходы были потрачены на производственные инвестиции и таким образом были созданы новые активы, соответствующие новым обязательствам. Особенно привлекательны стимулирующие меры, включающие «зеленый компонент»: эти меры направлены на решение в долгосрочной перспективе основных экологических проблем планеты. Одновременно расходы, предусмотренные этими мерами, стимулируют укрепление глобальной экономики в краткосрочной перспективе.

Следует приветствовать и расширение «восьмерки» (G-8) до «двадцатки» (G-20), поскольку расширяется число участников, в число которых включены страны с переходной экономикой. Однако большинство стран, голос которых должен быть услышан, все еще исключены из этого дискуссионного клуба. Особую озабоченность вызывает политическая легитимность дискуссий, в которых не участвуют наименее развитые страны. Комиссия признала взаимосвязь эффективности дискуссий (которая может быть увеличена посредством включения сравнительно небольшой группы стран с совещательным голосом) и политической легитимности. Ключевым стало предложение о том, каким образом это осуществить. Для успеха любого предложения о реформе международной системы торговли и финансов очень важно, чтобы они содержали подобного рода соображения.

Приветствуются также обязательства реформировать международную финансовую систему. Соглашение о том, что главы этих институтов будут выбираться на основе своих высоких профессиональных качеств, давно просрочено. Реформы по управлению важны, только если эти институты выполняют свои обязанности в соответствии со своими мандатами. В главе 4 дается объяснение того, почему предложенные реформы не слишком эффективны и какие дополнительные реформы еще необходимы.

Сейчас, по-видимому, уже считается общепризнанной (даже сторонниками дерегулирования) необходимость в усилении или, по крайней мере, в улучшении государственного регулирования с применением санкций, особенно в финансовой сфере. Но, как указывалось в главе 3, выполнение этой задачи носит долгосрочный характер, и не совсем ясно, существует ли должное понимание всей грандиозности необходимых действий, которые следует предпринять для ее выполнения. Комиссия, например, сосредоточила свое внимание на выявлении того, каким образом либерализация и дерегулирование рынка капиталов и финансового рынка могли способствовать не только началу кризиса, но и его быстрому распространению по всему миру. Реформы должны помимо финансов затронуть, например, и законы, и регулирование, касающиеся корпоративного управления, и конкуренцию, и банкротства. Поскольку зло часто кроется в деталях, согласие об определенных принципах может быть недостаточным.

Многочисленные примеры протекционизма, практикуемого во всем мире, включая и страны, которые обязались этого не делать, свидетельствуют о том, что без этих обязательств дела обстояли бы еще хуже и что необходимо разработать международные механизмы, дабы воспрепятствовать проведению протекционистской политики.

Что следует предпринять

Важно, что международное сообщество работает над проблемами быстрого и устойчивого подъема мировой экономики и реформами, которые должны обеспечить долгосрочный, демократический, равноправный, постоянный и устойчивый экономический рост с учетом широкого круга идей и перспектив. И самое последнее. Нам не следует безоглядно доверять экономическим теориям. А наши политические дейст-

вия должны зиждиться на прочной основе, чтобы не только противостоять ударам по экономике, но и не позволить возможным ошибкам в наших теориях выбить нас из седла.

Необходимо также, чтобы проводимые политические действия соответствовали широко сформулированным целям социальной справедливости и солидарности, чтобы в них обращалось особое внимание на процветание развивающихся стран и на ограничения, накладываемые защитой окружающей среды. Было бы неправильно и безответственно ограничиться лишь быстрой констатацией настоящего кризиса и не замечать насущных проблем мировой экономики и международного сообщества – таких как потепление климата, энергетический кризис, рост неравенства в большинстве стран мира, неизбывная бедность во многих регионах мира, неэффективность управления и отсутствие должной степени ответственности, особенно в международных организациях. Для многих кризис лишь один из симптомов явной неспособности международных механизмов адекватно реагировать на вызовы времени. Наш доклад анализирует настоящий кризис с этой широкой точки зрения.

Представляется, что необходима целостная и развернутая программа действий для решения поставленных нами проблем и достижения искомых целей. В докладе авторы уделяют особое внимание ключевым реформам национальной и международной политики, регулирования и институтов. Настоящий кризис – макроэкономический, вызванный отчасти микроэкономическими упущениями, что свидетельствует о тесном переплетении этих часто несопоставимых аспектов экономического анализа и политики. В анализе в одних случаях делается акцент на макроэкономическом аспекте, в других – на микроэкономическом. Мы убеждены, что анализ этих проблем требует согласованного подхода, и мы в этом докладе попытались осуществить эту идею.

Некоторые общие темы

В Докладе анализируется ряд общих тем. Одна из них – растущее неравенство в большинстве стран, которое усиливает социальную несправедливость, но также является одной из причин, ведущих к ослаблению эффективного спроса.

Другая тема – необходимость рассматривать кризис именно как *глобальный*. Соответственно, и анализ должен осуществляться с глобальной точки зрения. Несбалансированность мировой экономики в предшествующие годы не носила необратимого характера. Однако недостаточно продуманные корректирующие действия только усилили этот дисбаланс. Высокий уровень глобальной волатильности в сочетании с неадекватными международными механизмами управления рисками заставили многих из развивающихся стран, по крайней мере, обладавших необходимыми средствами, следовать стратегии, ориентированной на экспорт, и создавать собственные фонды самострахования. Это – одна из нескольких мотиваций, приведших к созданию крупных резервов, что также способствует недостаточности глобального спроса.

Третья общая тема анализа – усиление процесса глобальной асимметрии. Это хорошо иллюстрируют различные подходы к ответу на последний кризис: как были вынуждены реагировать страны Юго-Восточной Азии и, с другой стороны, развитые государства, которые проводили антикризисную политику в ущерб развивающимся странам. Эти асимметричные ответы на вызовы кризиса могли послужить одной из причин усиления волатильности в развивающихся странах и, соответственно, более высокой стоимости капитала, что, в свою очередь, способствовало росту нищеты. Проблемы усугубляются еще и тем, что бедные страны практически не имеют возможности принимать участие в разработке правил игры. Даже формально симметричные правила при применении их в столь гетерогенном мире влекут за

собой крайне асимметричные последствия. Как горькую иронию следует рассматривать ситуацию, когда государственные гарантии финансовым институтам некоторых развитых стран привели к движению капиталов из развивающихся стран в страны, ошибочная политика которых стала причиной глобального экономического пожара.

Четвертая общая тема – систематическая неспособность финансового сектора выполнять ключевую роль в размещении капиталов и управлении рисками, и к тому же при низких операционных расходах. Правительства, введенные в заблуждение постулатами доктрины рыночного фундаментализма, забыли уроки и экономической теории, и исторического опыта, которые гласят: эффективное выполнение финансовым сектором своей решающей роли невозможно без адекватного регулирования.

Пятая общая тема – глобализация экономики опередила развитие политических институтов, призванных обеспечивать ее должное функционирование. Экономическая интеграция предполагает усиление экономической взаимозависимости, а это, в свою очередь, подразумевает большую потребность в совместных действиях на международном уровне, что прекрасно иллюстрируют недавние события. В то время как кризис носит глобальный характер, борьба с ним осуществляется на национальном уровне. Принимаемые государствами антикризисные меры – по регулированию банкротств, конкуренции, финансового сектора – должны ныне осуществляться на международном уровне. Но современные институциональные механизмы не приспособлены для выполнения этой задачи. Они нуждаются либо в реформировании, либо необходимо создавать новые институты. Следует создать сильную независимую и политически нейтральную организацию, компетентную консультировать соответствующие международные институты по вопросам разработки и осуществления ими стабильной экономической политики, отвечающей глобальным потребностям мирового сообще-

ства. Как бы то ни было, если цель глобальной экономики – работать на пользу большинства населения планеты и если для этого ей необходимо обрести большую стабильность, чем это было в недавнем прошлом, то для этого следует предпринять определенные усилия. Мы больше не можем оставлять эти болезненные проблемы без внимания.

Шестой и самой главной темой, которая уже упоминалась, является всеобщее и всепроникающее влияние внешних факторов. Это один из недостатков рыночной экономики, который позволяет понять, почему рынок сам по себе не может автоматически функционировать ни стабильно, ни эффективно. Внешние факторы действуют как внутри стран, так и трансгранично. Ошибки в деятельности одного финансового института становятся причиной уязвимости других. Неспособность финансовой системы выполнять свои основные функции ложится тяжелым бременем непомерных расходов на общество – на экономику, налогоплательщиков, домохозяев, рабочих, пенсионеров, практически на каждого, – и мир еще долго будет расплачиваться за допущенные ошибки. Ошибки одной страны ведут к росту расходов в других странах; так, ошибки некоторых развитых государств стали причиной больших расходов во многих развивающихся странах. Эффективно функционирующая глобализация могла бы их защитить; эффективно функционирующие рынки могли бы способствовать перенесению рисков со стран, менее способных управлять ими, на страны, обладающие для этого большими возможностями. Но ни глобализация, ни финансовые рынки не сработали эффективно.

Ответ на кризис должен учитывать эти внешние факторы. Регулирование в одной стране может иметь последствия для других стран. Как минимум необходимо координировать глобальное финансовое регулирование. Хотя кризис принял глобальный характер, антикризисные меры разрабатываются на национальном уровне при минимальной координации между странами, притом что каждая страна делает все воз-

можно, чтобы защитить лишь собственную экономику. Развивающиеся страны, включая те, которые принимали более эффективные меры кредитно-денежного, бюджетного и регулирующего характера, чем промышленно развитые страны, откуда кризис начал распространяться, поставлены в особенно невыгодные условия, в частности, из-за проблем с недобросовестной конкуренцией — они просто не могут предоставлять такие же субсидии и гарантии, как развитые страны. Эти проблемы усугубляются недостатком ресурсов для проведения антикризисной бюджетной политики.

Седьмая тема касается *инноваций*. На финансовых рынках инновационность была предметом особой гордости. Однако им не удалось разработать нововведений, которые способствовали бы более устойчивому росту и большей стабильности, что позволило бы простым гражданам эффективнее справляться с рисками и переводить их с тех, кто более уязвим к их последствиям, на тех, кто более способен противостоять им. Действительно, некоторые из этих инноваций только способствовали усложнению проблем: они усилили информационную асимметрию, создав тем самым дополнительные сложности, сделавшие объективную оценку рисков, а, следовательно, и управление ими более трудными. Некоторые инновации были направлены на обход требований бухгалтерского учета и финансового регулирования, призванных обеспечить эффективность и стабильность финансовой системы. Иногда высказывалось мнение, что более строгое регулирование способно помешать введению инноваций. Однако это не всегда так — эффективное регулирование может направить предпринимательские таланты на разработку инноваций, которые будут увеличивать благосостояние общества. Мы убеждены, что современные технологии в сочетании с лучшим пониманием экономических процессов расширяют сферу применения таких инноваций. И мы уделили большое внимание выявлению некоторых из институциональных инноваций, которые могли бы внести свой вклад

в рост благосостояния простых граждан и совершенствование системы мировой экономики.

Хотя при анализе несовершенства рыночных механизмов основное внимание было уделено финансовому сектору, не следует упускать из виду, что существуют и другие ключевые проблемы, которые носят всеобъемлющий характер. Несовершенные системы поощрений, которые побуждали к неоправданным излишним рискам и недальновидному поведению, были отчасти результатом проблем корпоративного управления, последствия которых сказываются повсеместно. Проблемы банков типа «слишком крупных для банкротства или слишком крупных для прекращения их деятельности» (см. главу 3) являются отражением неадекватного антимонопольного законодательства и/или неэффективных санкций.

И, наконец, последняя тема – отвечая на требования момента, следует проявлять осмотрительность, чтобы не усугубить существующих проблем. Данный кризис надо рассматривать как благоприятную возможность для проведения реформ. Исторически кризисы часто предоставляют редкий шанс для проведения коренных реформ, которые в ином случае были бы невозможны. Но в то же время существует опасность, что властные структуры воспользуется моментом кризиса в своих целях для усиления неравенства и несправедливостей. Не исключается и возможность большей концентрации экономической и политической власти в послекризисный период, чем до него. Такое случалось в прошлом и, судя по всему, происходит и во время нынешнего кризиса в некоторых странах, по мере того, как все больше возрастает доля банков, «слишком крупных для банкротства».

Некоторые важные рекомендации

Текущий кризис поднимает очень серьезный вопрос: можем ли мы пользоваться «плодами» глобализации и при этом

избежать всех ее неблагоприятных последствий? Можем ли мы управлять мировой экономикой таким образом, чтобы увеличить благосостояние большинства жителей планеты? Мы убеждены, что можем. Мы можем, по крайней мере, осуществлять развитие мировой экономики эффективнее, чем мы это делаем сейчас. Данный доклад содержит большое число рекомендаций в отношении того, как это лучше сделать, особенно, каким образом минимизировать риски возникновения нового кризиса, подобного тому, который мир переживает сейчас, и как его преодолеть, чтобы, в первую очередь, помочь развивающимся странам.

Мы предлагаем меры быстрого реагирования, которые следует принимать незамедлительно, равно как и действия на более длительную перспективу, обсуждение которых может занять месяцы, если не годы. В некоторых сферах, таких как реформа финансового регулирования, наши рекомендации носят конкретный характер (например, регулирование деривативов или банков, слишком крупных для банкротства). В других случаях мы предлагаем несколько различных возможностей: мы убеждены в абсолютной необходимости новой глобальной резервной системы, но существует множество альтернативных проектов, в том числе тех, которые призваны обеспечить большую макроэкономическую стабильность; цель других – побудить международное сообщество к выполнению целого ряда социальных и экономических задач. Из уже сказанного в этих заключительных комментариях ясно следует, что мы твердо верим в необходимость создания более эффективных международных институциональных механизмов координации глобальной экономической политики, подобных, например, Совету по глобальной экономической координации и Международному комитету экспертов, о которых шла речь в главе 4.

Международное сообщество признало, что оказание помощи развивающимся странам и справедливо, и отвечает всеобщим интересам. В данном докладе подчеркивается, что

в этом направлении сделать надо гораздо больше. Слишком большая часть выделяемых средств представляет собой краткосрочные кредиты. Но не исключено, что последствия будут ощущаться еще в течение длительного периода времени. Никто не заинтересован еще в одном долговом кризисе. В докладе мы подчеркиваем, что предоставление средств не должно обуславливаться выполнением контрпродуктивных требований циклического характера, что часто имело место в прошлом. Мы высказывались в пользу диверсификации методов предоставления средств и за коренную реформу действующих институциональных механизмов. Одновременно мы указали на то, что существует потребность в создании Новой кредитной структуры с системой управления, более отвечающей велению времени и интересам как кредиторов, так и заемщиков, тем самым вызывая большее доверие с обеих сторон.

Если данный кризис не научил нас ничему большому, он, по крайней мере, напомнил нам о чрезвычайной серьезности рисков, с которыми пришлось столкнуться экономике всех стран, включая и страны с эффективной системой управления ею. Мы вынуждены признать, что наши системы управления рисками оставляют желать много лучшего. Это касается как механизмов распределения рисков, так и перевода рисков со стран, неспособных нести их бремя, на страны, которые в состоянии сделать это. Наши методы борьбы с трансграничными дефолтами, включая реструктуризацию государственного долга страны, которой угрожает дефолт, несовершенны и не отвечают требованиям глобализации XXI века. Это относится и к институциональным механизмам, призванным решать трансграничные коммерческие споры или обеспечивать эффективность глобальной конкуренции. По некоторым из этих проблем мы даем конкретные рекомендации на будущее. В других случаях мы ограничиваемся постановкой вопроса и надеемся, что другие исследователи проанализируют его и разработают альтернативные подходы его решения.

Комиссия подчеркивает, что даже после восстановления финансовой системы проблема недостаточности совокупного спроса останется, скорее всего, нерешенной. А это вызывает необходимость разработки более фундаментальных реформ, таких как создание глобальной резервной системы. Эти нерешенные проблемы придают особую важность «стратегии отхода» от действующей политики стимулирования, чреватой рисками. Преждевременный или несбалансированный отказ от стимулирующих расходов или государственных гарантий может замедлить плавное восстановление экономики и усилить глобальные дисбалансы.

В состав Комиссии вошли граждане разных стран, с разным опытом и взглядами. Продолжительные, длившиеся более полугода дискуссии, встречи в Нью-Йорке, Женеве, Куала-Лумпуре, Берлине и Гааге помогли членам Комиссии лучше узнать и понять мнения друг друга и оценить разные точки зрения. Доклад отражает общую позицию членов Комиссии, которую удалось согласовать в процессе этих долгих обсуждений.

Эти обсуждения позволили подготовить Предварительный Доклад (февраль 2009 г.) и Промежуточный Доклад (май 2009 г.). Нам льстит, что Доклады нашли положительный отклик. В настоящий доклад мы включили много полезных комментариев и предложений.

Как отмечалось в 1-й главе, Доклад нашей Комиссии – одна из нескольких подобных инициатив в ответ на вызовы кризиса. Читатели заметят, что его положения во многом перекликаются с положениями Коммюнике G-20. Но они должны также заметить и существенные различия. И независимо от того, согласны ли читатели с выводами Комиссии или нет, на наш взгляд, поднятые в Докладе проблемы не решены до сих пор, и их нельзя игнорировать. И следует решать как на национальном, так и на международном уровнях. Среди этих проблем можно, например, упомянуть такие, как недостатки ныне действующей глобальной резервной

системы и развитие кредитно-финансовых учреждений типа «слишком-крупный-для-банкротства» или «слишком-крупный-для-прекращения-финансовой-деятельности». Политику либерализации финансовых рынков и рынков капиталов следует рассматривать с новых позиций. Банковская тайна не только «головная боль» для налоговых властей, но и ставит трудно разрешимые проблемы для развивающихся стран, борющихся с коррупцией. В этой связи возникают проблемы и в крупных финансовых центрах, а не только в «офшорах». И еще более важно, что для управления процессами глобализации, в которые вовлечены все государства—члены мирового сообщества, нам потребуется создание более эффективных демократических международных институциональных структур, в которых голос развивающихся стран должен звучать гораздо весомее.

Нынешний кризис многогранен и многолик, как и порожденные им проблемы, рассматриваемые в Докладе. Разумеется, мы не надеялись в столь коротком Докладе решить все затронутые в нем спорные проблемы. Мы ставили перед собой более скромные цели: убедить мировое сообщество в возможности улучшений — мировая экономика представляет собой широкое поле деятельности для улучшения ее эффективности и стабильности, особенно как инструмента повышения благосостояния беднейших слоев населения планеты и в первую очередь наименее развитых стран.

Если мы стремимся к мирной и безопасной жизни на Земле, то для этого необходимо, чтобы мы соблюдали хотя бы минимум социальной справедливости и солидарности. Мы должны совместными усилиями защищать планету от разрушительных воздействий климатических изменений, помогать друг другу в периоды глобальных кризисов, подобных нынешнему, и стимулировать экономический рост и стабильность в долгосрочной перспективе.

ООН — единственная международная организация, обладающая политической легитимностью и широким мандатом

в отношении всех проблем, затронутых в Докладе, и способная всеобъемлюще учитывать все соответствующие аспекты политики, разработанной в ответ на вызовы, порождаемые глобализацией экономики, нерешенностью социальных и экологических проблем. ООН и ее специализированные учреждения появились в результате предыдущих кризисов – Второй мировой войны и Великой депрессии. Настоящий глобальный кризис предоставляет возможность укрепить ООН и усилить ее роль в управлении мировой экономикой. Вот почему члены Комиссии приветствовали эту инициативу Председателя Генеральной Ассамблеи. В работе Комиссии нашел отражение широкий спектр вопросов, вызывающих озабоченность ООН в рамках ее мандата, но особое внимание при этом было уделено анализу последствий как кризиса, так и антикризисных политических действий, направленных кроме прочего и на предотвращение рецидивов этих последствий для наименее развитых стран, стран с переходной экономикой и для беднейших слоев населения во всех странах.

В докладе дается общий набросок некоторых реформ, которые, по нашему мнению, помогут нам двигаться в правильном направлении. И если удалось расширить основу для более открытых дискуссий по этим животрепещущим для всех нас проблемам, то Доклад достиг своей цели, и семена наших трудов праведных упали на благодатную почву.

**ДОКЛАД СТИГЛИЦА.
О РЕФОРМЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ
ВАЛютНО-ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ:
УРОКИ ГЛОБАЛЬНОГО КРИЗИСА**

Доклад Комиссии
финансовых экспертов ООН

Редактор *Ю К Прозоров*

Оформление художника *А Ю Никулина*

Технический редактор *З Д Гусева*

Корректоры *Г В Кухтина, А В Латунова*

Компьютерная верстка *Е А Надиной*