



Михаил КОВАЛЕВ,
декан экономического
факультета БГУ,
Минск



Сергей ПАСЕКО,
проектный менеджер
Евразийского банка
развития, Москва

Чтобы понять истинные причины нынешнего финансового кризиса, необходимо хотя бы в общих чертах осознать, как функционирует в условиях глобализации мировая финансовая система.

Американское мировоззрение свободного рынка самоуничтожилось, в то время как страны, сохранившие общий контроль над рынками, выстояли.

Дж. ГРЕЙ,
Лондонская школа
экономики

В мире сформировалась фактически единая банковская система с разными валютами и разными эмиссионными центрами, которая тем не менее благодаря современным технологиям (SWIFT, Интернет-банкинг) и либеральным правилам движения капитала функционирует в режиме реального времени. Практически едины также правила и нормы (базельские) ведения банковского дела. В результате границы между национальными банковскими системами в определенной степени размывались. С помощью Интернет-банкинга можно отправить перевод из европейской квартиры, и через несколько секунд где-нибудь на пляже в Азии на мобильный телефон вашей супруги придет сообщение о зачислении средств, которые она может снять в ближайшем банкомате. Если бы речь шла только о частных переводах населения, то проблемы не существовало бы. Однако в мире резко возросли масштабы перемещения краткосрочных спекулятивных капиталов, а это создало механизмы переноса финансовых кризи-

сов из страны в страну. Противостоять им отдельно взятым, особенно небольшим государствам как, например, Исландия, очень сложно. Понятно, что мобильность капиталов обеспечили не современные информационно-коммуникационные технологии и не банки, даже не их ядро – транснациональные банки (по аналогии с ТНК обозначим их ТНБ), а либеральные правила движения капитала и работы фондовых бирж.

Анализ слабостей мировой финансовой системы, проведенный после азиатского кризиса десятками аналитических центров мира, выявил, что финансовый кризис практически всегда вызывал быстрый отток спекулятивного капитала из слабо контролируемых национальных банковских систем, связанных с ТНБ и оффшорными банками. Международными организациями был предложен ряд мер регулирования процессов либерализации и интернационализации национальных банковских систем, способов контроля за движением иностранных капиталов, расширения прозрачности банковского сектора.

Главный вывод, содержащийся в этих рекомендациях, заключается в том, что процессы интернационализации и глобализации не должны сопровождаться дерегулированием. Только эффективная и единая для всех финансовых институтов национальная система регулирования, адекватная открытости финансовых рынков, позволяет минимизировать внешние кризисные воздействия. Новые требования к системам регулирования потребовали сбора информации о международных операциях финансовых институтов и в значительной мере ликвидировали понятие банковской тайны. В свою очередь ТНБ с помощью инновационных инструментов (деривативов и тому подобных) создали новые возможности уклонения от национального надзора. Специфика и разнообразие новейших финансовых инструментов и неумение прогнозировать последствия их

применения привели к новому мировому финансовому кризису, который начался в США. Но его фундаментальные причины, разумеется, глубже и кроются в проявившихся дисбалансах мировой экономики, нарушающих ее устойчивое развитие.

К их числу прежде всего относятся торговый дисбаланс и инфляция доллара. Резервной валютой мировой банковской системы с послевоенного времени является доллар США, даже отмена его золотого обеспечения не изменила его роли как основной валюты международных торговых расчетов (85 %), международных резервов (62 %), валютнообменных операций (78 %), производных инструментов и акций фондовых бирж (41 %), активов банков (42 %) (см. рис. 1).

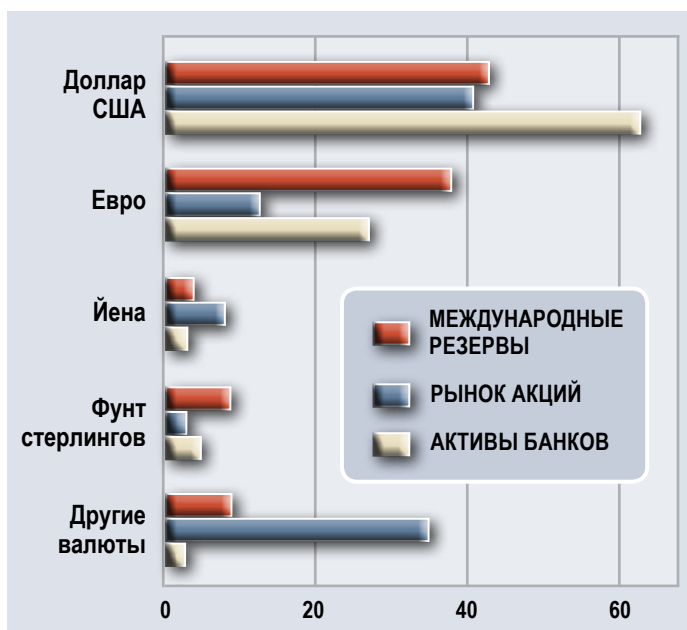
Поэтому главная угроза для мировой финансовой системы, да и всей мировой экономики, связана с его возможным крахом. Отрицательное сальдо торговли США с остальным миром (более 800 млрд. долларов в последние годы) привело к дефициту платежного баланса по текущим операциям около 700 млрд. долларов ежегодно (рис. 2), который покрывается эмиссией американской валюты и номинированных в ней финансовых инструментов, в первую очередь казначейских обязательств правительства США. В результате национальный долг этой страны достиг 11 трлн. долларов, а в целом нерезиденты контролируют примерно 30 трлн. долларов, что в два раза больше американского ВВП.

Как всякая инфляция, долларовая инфляция на мировых рынках вызвана не только избыточной эмиссией, но и значительным увеличением спроса (сырье, продовольствие) из-за стремительного роста гигантских экономик Китая и Индии. А в последние годы к двум традиционным причинам обесценивания денег – их избыточному

предложению и высокому спросу на товары – добавилась третья: потеря веры в стабильность доллара. Как заявил Джордж Сорос уже почти год назад в Давосе: «Эра доллара закончилась». Только крайняя заинтересованность главных держателей американской валюты – Китая, Японии, России – спасает ее от более динамичной девальвации, но не спасает мировые рынки от долларовой инфляции. Дело в том, что девальвация доллара только на 1 % снижает валютные резервы центробанков указанных государств, соответственно примерно на 10 млрд., 7 млрд. и 3 млрд.

Таким образом, несбалансированность в мировой торговле между США и Китаем, усиленная инвестиционными потоками (у Китая положительное сальдо текущих счетов более 10 % ВВП), а также между нефтеэкспортерами и остальным миром (положительное сальдо 12–15 % ВВП) и есть первый и главный дисбаланс мировой экономики (торговый дисбаланс), приводящий ее в неравновесное состояние. Выровнять его могли бы значительные потоки капитала из Китая, России, арабских нефтедобывающих стран на приобретение

Рисунок 1. Структура финансовых операций и инструментов по валютам, в которых они номинированы



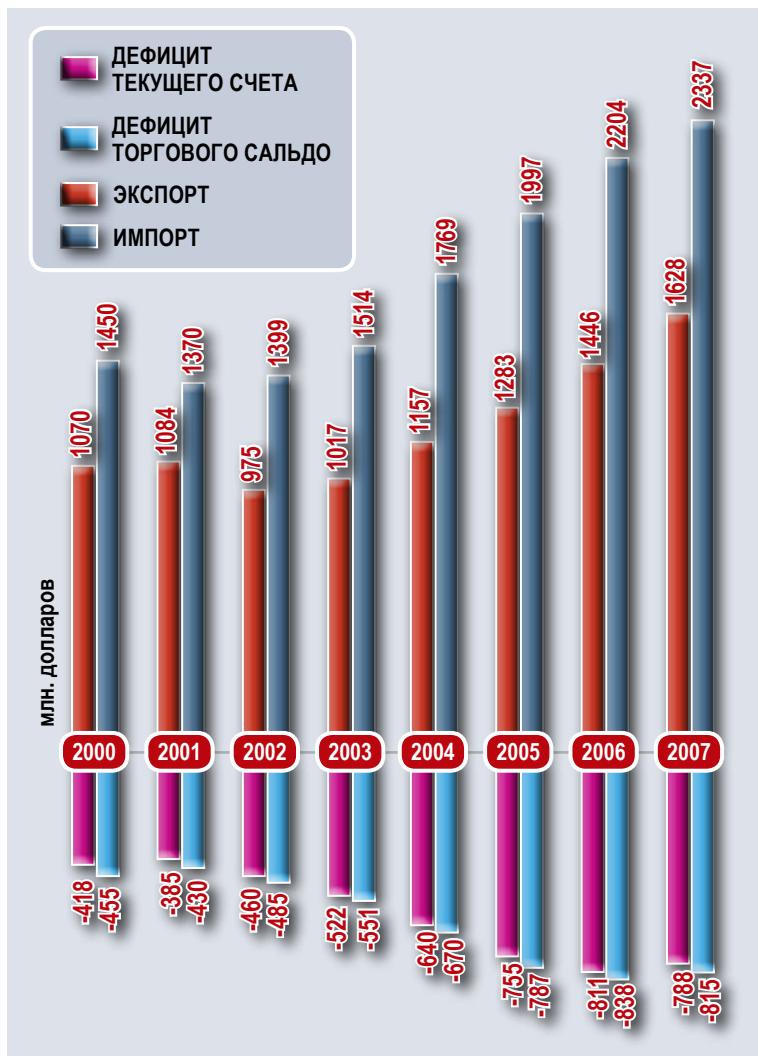
Источник: Bank of International Settlements, Bloomberg.

КОВАЛЕВ

Михаил Михайлович.

Родился в 1947 году в Витебской области. Окончил математический факультет Белгосуниверситета (1969). С 1970 года работает в Белгос-университете. В 1999 году организовал и возглавил экономический факультет БГУ. Теоретические исследования сочетает с активной деятельностью по разработке экономической политики белорусского государства: в 1993–1994 годах – советник Председателя Верховного Совета, в 1995–1998 – вице-президент, президент Ассоциации белорусских банков, с 1998 года – советник председателя, затем научный консультант Национального банка Республики Беларусь, член Межведомственной комиссии по экономической безопасности Республики Беларусь. Доктор наук, профессор, заслуженный деятель науки, отличник высшего образования Республики Беларусь. Автор более 500 научных работ, 10 монографий, 3 учебных пособий в области системного анализа, принятия оптимальных решений, теории и практики экономической политики и международной экономики.

Рисунок 2. Динамика платежного баланса США



Источник: Census Bureau Foreign Trade Division.

американских корпораций – за долги надо расплачиваться собственностью. Увы, ни США, ни страны ЕС реальной собственностью делиться не желают. Частично эту диспропорцию смягчала интеллектуальная рента. Высокоразвитые страны, сдерживая потоки мигрантов в целом, стимулировали приток высококлассных специалистов со всего мира и их мозгами, опосредованными в высокотехнологичных изделиях – «гуглах» и «майкрософтах», расплачивались за долги.

Однако этого оказалось недостаточно в силу следующего дисбаланса – демографического, усугубившегося барьерами на

пути миграции. Избыточность дешевой рабочей силы в азиатских государствах привела к выносу из развитых стран практически всех сборочных производств. Понятно, что это не улучшило их торговые балансы. Природный же демографический дисбаланс мог быть смягчен за счет снятия барьеров на пути перемещения мигрантов. Теория Милля о равновесии мировой экономики требует свободы движения всех факторов производства: товаров, технологий, капитала и труда. При свободном передвижении рабочей силы из перенаселенных стран в развитые зарплата в последних упала бы и необходимость в переносе сборочных производств в Китай исчезла бы. Заметим, что существующий демографический дисбаланс, согласно прогнозу ООН на 2050 год, только усилится (см. рис. 3).

Кроме того, возник дисбаланс между финансовым и реальным сектором. Американские нобелевские лауреаты по экономике и банковские практики придумали виртуальные финансовые инструменты: ипотечные опционы, валютные фьючерсы, деривативы на энергоносители и тому подобное, представляющие собой производные инструменты от активов в реальном секторе. Теоретически все выглядело так: хорошо, если, например, смешать плохие и хорошие ипотечные кредиты и завернуть их в блестящую упаковку под названием, скажем, CDO (collateralized debt obligation), то их купят инвестиционные банки, опять с чем-то смешаут и продадут осторожным пенсионным фондам. Около 10 тыс. мировых хедж-фондов с активами в 2 трлн. долларов совместно с инвестиционными банками выстраивали спекулятивную пирамиду из долговых обязательств, вследствие чего было даже невозможно знать, кому перепроданы плохие кредиты.

Однако понятно, что настоящие деньги финансовый сектор может зарабатывать только на взаимодействии с реальным, а все сделки внутри самого себя есть игры с нулевой суммой: что один выиграл, то другой проиграл. Подобные манипуляции с разросшейся до гигантских масштабов финансовой пирамидой требовали значи-

тельной ликвидности, и центробанки мира охотно шли на эмиссию. Коэффициент монетизации, то есть количество денег в обращении в развитых странах, значительно превышал ВВП и при этом не вызывал значительной инфляции и падения курса. Дело в том, что, управляя рисками этих инструментов, ТНБ закрывали возникавшие проблемы, снимая спекулятивную дельту у реальных стран и оставляя им финансовые кризисы (череда кризисов в латиноамериканских странах, кризис в ЮВА, дефолт в России и тому подобное). Ошибочно полагать, что это организовывалось злонамеренно, но соотношение интеллектуальных сил и капиталов было таким, что расплачиваться приходилось реальному сектору реальных государств. Иными словами, подпитку финансовым играм ТНБ давали многочисленные финансовые кризисы у слабейших, то есть развивающихся стран. Образовался также дисбаланс между рыночной и реальной стоимостью корпораций. Избыточные потоки спекулятивных капиталов ТНБ после снятия ограничений на их инвестиционное участие направлялись на мировые финансовые биржи, резко взвинчивая стоимость корпораций. Рост индексов (это средняя стоимость элитных для страны предприятий) отрывался от балансового капитала в 10 раз. Первым сигналом об опасности такой ситуации стало разрушение рыночной стоимости Интернет- и софт-компаний на рубеже тысячелетий. Отток капиталов с фондовых рынков, падение биржевых индексов означает, что стоимость предприятий и фирм мира уменьшается в разы. Так, в относительно защищенной валютными резервами России рыночная стоимость фирм уменьшилась в 3 раза (индекс РТС упал с максимума 2400 до 800). А если падает рыночная стоимость компании, это означает, что возникают проблемы с ее кредитованием – большинство займов выдается под залог акций. В итоге приходится сворачивать бизнес-планы. Из сказанного не следует, что фондовый рынок не нужен. Котировка акций на бирже – важнейший инструмент оценки эффективности работы фирм и рыночного перераспределения

ресурсов. Из нынешнего кризиса фондового рынка вытекает совсем другой урок: нужно установить **новые биржевые правила – правила XXI века, отсекающие от нее игры спекулянтов и обеспечивающие доступ для тех, кто хочет иметь собственность всерьез и надолго.** Правила эти просты – разрешить продажу купленных акций не через полчаса, а например, через полгода.

Стоимость иных американских банков, инвестиционных компаний в десятки раз превышала реальную цену их собственного капитала. И об этом молчали мировые регулировщики – МВФ, ВБ, ВТО.

Почему же на сей раз кризис постиг именно развитые страны? Непосредственный повод к нему дали массовые невозвраты кредитов американцами. Их многолетняя привычка жить в долг дала сбой. Банки массово начали реализовывать залоговое имущество. В результате недвижимость резко упала в цене. И началась цепная реакция невозврата во всей ипотечной пирамиде. Невозврату кредитов способствовал американский закон, согласно которому гражданин этой страны может объявить о своей неплатежеспособности без проверки. И он это делает, когда видит, что у него невыплаченный кредит за дом в 100 тыс. долларов, а точно такой же дом сегодня стоит 50 тыс. В результате у банков образовалась дыра в ипотеке – в США она оценивается в 50–100 млрд. долларов. А из-за того, что над ипотечными кредитами были придуманы десятки инструментов – ипотечных облигаций, опционов, фьючерсов и тому подобных, дыра мультиплицировалась в триллионы долларов. Долги стали непомерными для банков. Кстати, нашим банкам уже тоже пора посчитать: из 13 трлн. депозитов населения ему же они

ПАСЕКО

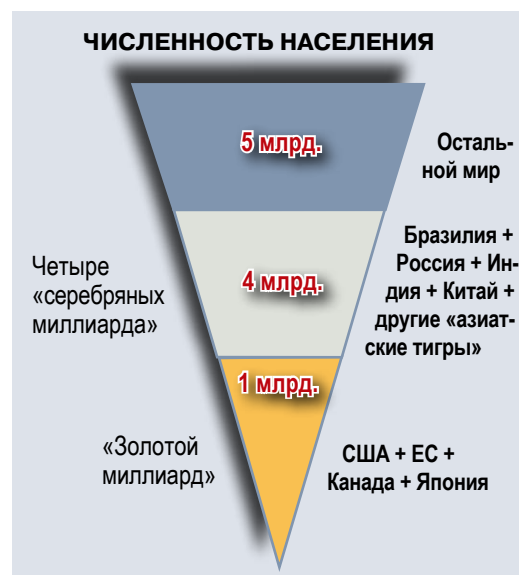
Сергей Иванович.

Родился в 1976 году.

В 1997 году окончил факультет международного бизнеса и делового администрирования Московского государственного института международных отношений, а в 1999 году – факультет международных отношений МГИМО.

В настоящее время работает проектным менеджером в Евразийском банке развития (международная организация).

Рисунок 3. Демографический дисбаланс (прогноз ООН на 2050 год)



Хроника кризиса (сентябрь – октябрь 2008 года)

15 сентября. Объявление о банкротстве Lehman Brothers Holdings – четвертого по величине инвестиционного банка США, основанного в 1850 году тремя братьями Лехманами из Баварии. В 2007 году журналом Fortune этот банк был назван «самым привлекательным среди работающих с ценными бумагами». Заметим, что еще ранее Bank of America покупает жертву ипотечного кризиса Merrill Lynch.

16 сентября. Консорциум из 10 американских и европейских банков создал фонд в размере 70 млрд. долларов.

Банк Японии принял решение о рефинансировании банков на 9,5 трлн. йен, позднее до 30 сентября он выбросил еще 20,1 трлн. йен.

Народный банк Китая снизил впервые за шесть лет ставку рефинансирования до 7,2 %.

18 сентября. Минфин РФ разместил более 1,1 трлн. бюджетных рублей в ВТБ, Сбербанке и Газпромбанке. Центробанк снизил норматив обязательных резервов по вкладам населения до 1,5 %, по банкам-нерезидентам до 4,5 %, по иным до 2 %.

ЕЦБ, ФРС и центральные банки Канады, Англии и Японии договорились о взаимодействиях и вливании в банковскую систему 247 млрд. долларов за счет ФРС.

19 сентября. Обвал мировых индексов после отклонения конгрессом США пакета мер Полсона в 700 млрд. на выкуп невозвратных долгов у банков. «План Полсона» был принят 2 октября. Лимит национального долга США увеличен до 11 трлн. долларов (это почти равно американскому ВВП). По оценкам аналитиков, за пределами США находится от 16 до 25 трлн. долларов.

28 сентября. Страны Бенилюкс вливают в бельгийско-нидерландский банк FORTIS 11,2 млрд. евро, приобретая 49 % его акций.

29 сентября. Великобритания объявляет о национализации ипотечного банка Brandford & Bigley, ранее, в феврале, был национализирован еще один ипотечный банк Northern Rock.

Германия объявляет о выделении 35 млрд. евро для спасения мюнхенского ипотечного банка NYPO Real Estate.

30 сентября. ФРС выделяет 85 млрд. долларов страховой компании American International Group.

1 октября. Индекс Dow Jones упал до нового пятилетнего минимума в 9447,11.

С целью избежать паники среди вкладчиков банков министры финансов ЕС объявили о повышении гарантий по вкладам населения до 50 тыс. евро. Бельгия и Нидерланды гарантировали населению вклады до 100 тыс. евро. Россия объявила о повышении гарантии до 700 тыс. руб. В Исландии остановлена работа фондовой биржи и объявлено, что Россия, возможно, выдаст стране-банкроту кредит в 4 млрд. евро. После того как упали в цене акции двух крупнейших английских банков HBOS (на 42 %) и Royal Bank of Scotland (на 39 %), правительство Великобритании предложило помощь банкам в размере 87 млрд. долларов путем приобретения привилегированных акций (это по 2 тыс. фунтов на каждого налогоплательщика).

4 октября. Парижский саммит глав ведущих стран ЕС (Германии, Франции, Великобритании, Италии) призвал G7 к пересмотру правил регулирования финансовых рисков.

6 октября. Для выработки мер по преодолению кризиса президент Всемирного банка Р. Зеллик предлагает G7 преобразовать в G14, включив в нее кроме России (1,9 трлн.) Китай (6,1 трлн. ВВП по ППС), Индию (2,7 трлн.), Бразилию (1,7 трлн.), Мексику (1,3 трлн.), Саудовскую Аравию (0,5 трлн.), Южно-Африканскую Республику (0,5 трлн.).

отдали более 10 трлн., в том числе 5 трлн. на жилье.

Ипотечный кризис почти всегда начинается финансовый и быстро распространяется на всю экономику. Почему? Потому что данный сектор высокодоходен и аккумулирует все горячие деньги. Еще один урок для Беларуси – иностранный капитал на рынок недвижимости надо привлекать с оглядкой. Сегодня он взвинчивает цены на жилье, а завтра его нет и цены обваливаются. По мнению многих, в белорусском росте цен на жилье значителен вклад нерезидентов, поэтому их допуск к спекуляции жильем должен быть контролируемым и ограниченным. Заметим, что мировой финансовый кризис в первую очередь сказался на строительстве. В условиях нехватки денег возведение новых объектов оказывается под вопросом. Уже появились сообщения о грядущем сокращении миллионов занятых в этой сфере. Возможно, тогда многие белорусские строители вернутся домой, где им хватит работы. Хотя финансовые проблемы, безусловно, сдвинут российские планы строительства в Беларуси, например Сити-центра (Итера), системы магазинов «Перекресток» в малых городах (Альфа-групп).

Мировой финансовый кризис набирает обороты и сносит как щепки многомиллиардные (только в США 700 млрд.) барьеры, которые выстраивают на его пути государства из бюджетных средств.

Сокращение объемов экспорта в Россию – главная опасность для Беларуси. Рецессия в России, хотя и будет иметь меньшие масштабы, чем в США и ЕС, неминуема. Прекращение внешнего кредитования российской финансовой системы плюс вывод капитала из РФ иностранными инвесторами (за сентябрь из страны было выведено больше, чем поступило с начала года), плюс отсутствие возможностей перекредитования российского корпоративного сектора, который сумел позаимствовать за рубежом столько, сколько заработало государство на вывозных нефтегазовых пошлинах, неминуемо приведут к замедлению темпов роста экономики восточного соседа. РФ действовала по схеме «нефтедоллары

(0,5 трлн. долларов золотовалютного резерва) туда, кредиты (0,5 трлн. долларов) – сюда» (их структуру подробнее см. на рис. 4). Очевидно, что по кредитам российские фирмы и банки платят больше, чем получает правительство и центрбанк от американских (по данным Центробанка РФ, это половина резервов) и европейских (вторая половина резервов) облигаций. Остается только надеяться, что новый президент США, как когда-то Кириенко, не объявит дефолт американским казначейским облигациям. Однако даже при благоприятном исходе валютные резервы России обесцениваются против сырья (индекс CRB). Иными словами, даже с учетом процентов получается, что часть сырья Россия поставляет Западу бесплатно, а российский Газпром одалживает на Западе миллиарды долларов.

Сопоставление рисунков 4 и 5 показывает, что белорусские внешние долги на душу населения меньше российских, как, впрочем, и золотовалютные резервы.

Отток капитала из России, даже смягченный вливанием в банковскую систему 1 трлн. резервных рублей, приведет к тому, что количество денег у реального сектора там уменьшится, сократятся и налоговые поступления, заморозятся зарплаты. В совокупности это приведет к тому, что российские предприятия купят меньше белорусских комплектующих, местные власти – троллейбусов и автобусов, население – белорусских потребительских товаров. Снижение покупательской способности в России после дефолта 1998 года мы в своем экспорте сумели восстановить только в 2003 году. Особенно опасна для Беларуси начавшаяся девальвация российского рубля к основным валютам – она резко сокращает валютную выручку наших предприятий. Поэтому следует приветствовать намерение перейти в оплату поставок газа и нефти на российские рубли (рублевый пул Путина). Абсурд, но, когда даже Сорос сказал, что эра доллара закончилась, союзные Беларусь и Россия обсуждают: «газ будет стоить 120 или 150 долларов». На экспорте тракторов, автобусов, БелАЗов, продуктов питания для россиян белорусы

зарабатывают рубли, ими же должны рассчитываться за нефть и газ.

Еще один урок финансового кризиса – за рубежом надо заимствовать умеренно. Главные российские проблемы сегодня – выплаты по корпоративным долгам, то есть долгам фирм, а это около 100 млрд. долларов в год. Российское государство рассчиталось с долгами разным клубам, но компании этой страны научились брать за рубежом кредиты так, что каждым новым кредитом и выпуском облигаций закрывали предыдущие. Сегодня такой практике пришел конец, и уже в Канаде заявляют, что у «Русала» заберут его долю в канадском производителе автомобильных комплектующих и так далее. Журнал «Форбс» вплотную собирается приступить к корректировке списка российских миллиардеров. Нам нужно сделать **вывод – краткосрочные кредиты за рубежом стоит брать только серьезно поразмыслив, тем паче госпредприятиям.** Сегодня же получается так, что обновить десяток компьютеров можно только по тендеру, а чтобы взять за рубежом 100 млн. долларов связанного кредита, даже не придется особенно утруждать себя согласованиями. Иностранные инвесторы из развитых стран и России в условиях кризиса и недостатка в их странах средств сократят свои планы, связанные с Беларусью, или отложат их реализацию на лучшие времена. Однако перспективными для нас остаются инвестиции и внешние заимствования

Рисунок 4. Иностранные обязательства России (на 01.04.2008)



Источник: Центробанк России.

Рисунок 5. Иностранные обязательства Республики Беларусь (на 01.07.2008)



Источник: Платежный баланс Республики Беларусь.

у нефтедобывающих стран (Венесуэла, Иран, Ливия) и Китая, по-прежнему не испытывающих проблем с ликвидностью.

Какой же тактики придерживаться в этих условиях Беларуси? Первое, как сказал самый богатый человек планеты Уоррен Баффет: «Ставить на еду». Интегрировать наш агрокомплекс с российскими или европейскими торговыми сетями. Пустить в Беларусь, например, сеть магазинов «Перекресток», но при условии допуска белорусских продуктов в российскую сеть «Перекресток».

Второе, продолжать стратегию диверсификации рынков: белорусские товары должны продвигаться и в России, и в ЕС, и в Китае, и в Латинской Америке, и в арабских странах.

Еще раз необходимо подчеркнуть, что виновата в кризисе не глобализация, а международные институты, обязанные выработать правила и рамки движения капитала. Прямую ответственность за кризис несет МВФ, отказывавшийся прислушиваться к лауреатам Нобелевской премии Стиглицу, Тобину, Кругману, которые призывали к необходимости ограничивать алхимию финансов. Даже после кризиса в Азии разговоров о необходимости регулирования в МВФ было больше, чем дел. А требовались не косметические меры псевдоликвидации последствий азиатского финансового кризиса в виде большей прозрачности маленьких национальных

банков, а радикальная реформа экономических взглядов и роли ТНБ. Причем она должна идти не в сторону национального эгоизма и дирижизма (нельзя вернуться на 100 лет назад), а напротив, в направлении выработки нового финансового порядка для новой мировой экономики XXI века.

Мир не просто не хотел замечать формирования новых центров экономической мощи: Китая, Индии, Бразилии, России, но и, создается впечатление, стремился сознательно закрыть глаза на колоссальный рост мощи по крайней мере первого из них. Типичен недавний пример: 11 апреля 2008 года Всемирный банк уменьшает ВВП Китая (WDI date-base) почти в два раза: с 10 до 6 трлн. долларов – мол, с таким ВВП он только через 10 лет догонит США (у США – 13 трлн. долларов ВВП), а Индии с 4,1 до 2,7 трлн. долларов.

Прогресс ИКТ, давший миру благодаря Интернету колоссальные возможности для мобильности финансовой информации, а следовательно, знаний и финансовых потоков, невозможно остановить. Исчезновение расстояний – это великое благо, но на мировых инфострадах надо ввести столь же четкие правила, как и на автострадах. Ведь если бы на последних обеспечивалась либеральная свобода, то скорости возросли бы, равно как и число смертельных случаев. Потому инвестиционное движение по мировым финансовым трассам SWIFTa и Интернет-банкинга, поддерживаемых ТНБ, с перекрестками в виде фондовых бирж надо подчинить единым правилам и – что сделаешь! – поставить регулировщиков.

Мы считаем, что повинны в кризисе не финансовые рынки, а международные и государственные институты, задающие правовые рамки их функционирования, обесценивающие устойчивость и адаптированность финансовых рынков к внешним воздействиям. Адаптивность требует, чтобы правила трансфера капитала были не раз и навсегда зафиксированными, а гибкими и зависели от ситуации, в определенных случаях допуская свободное движение капитала, в других, четко описанных, его сдерживание. ■