

КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ  
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Женева

**ВНИМАНИЕ**

Настоящий доклад не может цитироваться или кратко излагаться в прессе, по радио и телевидению или через каналы электронных сетей до

**17 час. 00 мин. по Гринвичу 6 сентября 2011 года**

**ДОКЛАД О ТОРГОВЛЕ  
И РАЗВИТИИ,  
2011 ГОД**

**ОБЗОР**

ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

Нью-Йорк и Женева, 2011 год

UNCTAD/TDR/2011 (Overview)  
GE.11-51367 (R) 100811 120811

### *Примечание*

- Условные обозначения документов Организации Объединенных Наций состоят из прописных букв и цифр. Когда такое обозначение встречается в тексте, оно служит указанием на соответствующий документ Организации Объединенных Наций.
- Употребляемые обозначения и изложение материала в настоящем издании не означают выражения со стороны Секретариата Организации Объединенных Наций какого бы то ни было мнения относительно правового статуса страны, территории, города или района, или их властей, или относительно делимитации их границ.
- Материалы, содержащиеся в настоящем издании, можно свободно цитировать или перепечатывать, однако при этом необходимо давать соответствующее уведомление, а также делать ссылку на номер документа. Экземпляр издания, содержащего цитируемый или перепечатываемый материал, следует направлять в секретариат ЮНКТАД.
- Содержащийся в настоящем документе Обзор издается также в качестве части *Доклада о торговле и развитии, 2011 год* (UNCTAD/TDR/2011, в продаже под № R.11.II.D.3).

UNCTAD/TDR/2011 (Overview)

## ОБЗОР

*Сегодня экономическая интеграция и взаимозависимость в мире достигли беспрецедентных масштабов. Вследствие этого экономика в условиях глобализации не может функционировать на благо всех без международной солидарности и сотрудничества. Это высветил глобальный финансово-экономический кризис, последовавший за крахом крупных финансовых учреждений, и он подчеркнул необходимость разработки подходов к новым формам глобального взаимодействия. "Двадцатка", которая стала ведущим форумом международного экономического сотрудничества, успешно координировала непосредственные меры реагирования на кризис, или на "великую рецессию", как это теперь называют. Скоординированное снижение степени жесткости денежно-кредитной политики ведущими центральными банками ознаменовало собой первый шаг, а большинство членов "двадцатки" приняли крупные пакеты финансово-бюджетных стимулов, а также программы чрезвычайной поддержки в интересах восстановления финансовой стабильности. В совокупности эти меры положили конец экономическому обвалу и позволили тем, кто занимается разработкой политики, выиграть важный первый раунд в борьбе с кризисом. Вместе с тем, несмотря на жаркие дискуссии, в важных областях, которые также волнуют "двадцатку", был достигнут лишь незначительный прогресс. Эти области включают в себя финансовое регулирование, в частности в целях решения проблем, связанных с "финансализацией" рынков многих сырьевых товаров, и – что еще более важно – реформирование международной валютной системы в целях обуздания неустойчивых потоков краткосрочных капиталов, главным образом под воздействием спекулятивных валютных операций.*

*Тем временем глобальный экономический подъем вновь вступил в фазу неустойчивости, поскольку процесс самоподпитывающегося роста на базе частных расходов и занятости не является гарантированным, особенно в развитых странах. Многие из этих стран переориентировали свою финансово-бюджетную политику с мер стимулирования на меры жесткой экономии, что грозит привести к затяжной стагнации или даже к спаду в их экономике. В условиях отсутствия роста занятости и зарплат в Европе, Японии и Соединенных Штатах*

*политика этих стран должна быть нацелена на постоянное стимулирование их экономики, а не сводиться к попыткам "восстановить доверие финансовых рынков" посредством преждевременного урезания государственных расходов. Главный глобальный риск заключается в том, что зарплаты и общие доходы населения могут не вырасти в достаточной степени для подпитки устойчивого и сбалансированного на глобальном уровне процесса роста, основанного на внутреннем спросе. Это свидетельствует о том, что опасность повышения темпов инфляции в результате роста цен на сырьевые товары очень невелика. С инфляционными рисками сталкиваются лишь очень немногие страны, имеющие высокие темпы роста и динамику "перебора" в уровнях зарплат.*

*Повышение цен на сырьевые товары помогло развивающимся странам сохранить импульс роста, но эти цены подвержены значительным колебаниям, поскольку они испытывают на себе сильное влияние спекулятивных операций участников рынков, обусловленных сугубо финансовыми соображениями. И хотя рост в целом ряде крупных развивающихся стран стал в большей мере опираться не на экспорт, а на внутренние движущие силы, он остается уязвимым перед лицом негативных тенденций в международной финансовой системе. В частности, эти страны сталкиваются с проблемой потоков краткосрочных капиталов, которые, как правило, оказывают повышательное давление на их валюты и причиняют ущерб их экспортным отраслям. Таким образом, развивающиеся страны также подвержены значительным понижательным рискам, и они должны нацеливать свои усилия на поддержание стабильных внутренних макроэкономических условий и на недопущение серьезных внешних сбоев. Поскольку они успешно продвигаются по своим траекториям развития, им необходимо повысить вес своего голоса в глобальных дискуссиях по поводу новой конфигурации международной валютно-финансовой системы.*

*Мировая экономика все еще пытается оправиться от наихудшей рецессии со времен "великой депрессии". Смелые, скоординированные на глобальном уровне контрциклические меры политики позволили спасти экономику от краха. Тем не менее те, кто разрабатывает политику, не могут позволить себе упустить*

*возможность для более фундаментальной переориентации политики и институтов. Жесткое регулирование финансового сектора с его более значительной ориентацией на вложения в основной капитал является ключом к повышению уровня стабильности глобальной экономики и ее возврату на путь устойчивого развития. Это требует повышения степени согласованности между многосторонней торговой системой и международной денежно-кредитной системой. На национальном и региональном уровнях есть веские основания для переориентации финансово-бюджетной политики на учет требований общей макроэкономической ситуации вместо фокусирования внимания исключительно на обеспечении сбалансированности бюджетов или на обеспечении жестких параметров дефицита государственных бюджетов. Однако, если не обратить вспять нынешнюю тенденцию снижения ожидаемых уровней доходов среднего домашнего хозяйства и не вернуться к политике, в рамках которой акцент делается на важном значении роста общих доходов населения в качестве фундамента для устойчивого и сбалансированного развития как в богатых, так и в бедных странах, все остальные попытки восстановить динамику роста будут обречены на провал.*

**Подъем мировой экономики замедляется, и это сопряжено со значительными понижательными рисками**

В 2011 году темпы глобального подъема снижались. Ожидается, что в этом году глобальный ВВП вырастет на 3,1% против 3,9% в 2010 году. Во многих развитых странах из-за проведения государственной политики, направленной на сокращение дефицитов государственных бюджетов или дефицитов по счетам текущих операций, замедление темпов роста на протяжении года может быть еще более рельефно выраженным. В большинстве развивающихся стран динамика роста все еще остается гораздо более мощной, главным образом под воздействием внутреннего спроса.

По мере постепенного затухания первоначальных импульсов, связанных с циклами движения товарно-материальных запасов и с программами финансово-бюджетных стимулов, с середины 2010 года вскрылась фундаментальная слабость процесса оживления экономики в развитых странах. Частный спрос сам по

себе не в состоянии обеспечить поддержания набранных темпов оживления; внутреннее потребление остается вялым из-за хронически высоких уровней безработицы и медленных или нулевых темпов роста зарплат. Кроме того, задолженность домашних хозяйств в ряде стран остается высокой, и банки неохотно идут на предоставление нового финансирования. В этой ситуации ужесточение финансово-бюджетной и денежно-кредитной политики грозит обернуться затяжным периодом вялого роста или даже откровенным спадом в развитых странах.

В Соединенных Штатах подъем экономики забуксовал, а темпы роста оказались гораздо ниже тех, которые необходимы для того, чтобы внести существенный вклад в сокращение безработицы. Даже второй раунд мер по снижению жесткости курса в экономической политике не привел к увеличению средств для кредитования внутренней экономической деятельности, поскольку внутренний спрос оставался в несколько подавленном состоянии из-за стагнации уровней заработной платы и занятости. При крайне ограниченных возможностях дальнейшего снижения процентных ставок (поскольку они уже находятся на низких по историческим меркам уровнях) и затухании воздействия финансово-бюджетных стимулирующих мер быстрое возвращение на траекторию удовлетворительных темпов роста представляется весьма маловероятным. В Японии с оживлением экономики возникла задержка в связи с беспрецедентными сбоями в функционировании производственно-сбытовых цепочек и энергетики из-за сильного землетрясения и цунами в марте. В Европейском союзе темпы прироста в 2011 году, скорее всего, останутся ниже 2%, но при значительных различиях между странами-членами. В Германии оживление экспорта (прежде всего в Азию) и инвестиций вкупе с ростом государственных расходов в 2010 году и начале 2011 года привели к значительному оживлению экономической активности, но, как и в других развитых странах, динамика доходов основной массы населения, равно как и внутреннего спроса, остается очень вялой.

В условиях неурегулированного кризиса евро, повторного возникновения серьезной стрессовой ситуации на долговом рынке во II квартале 2011 года и существования возможности распространения мер жесткой экономии на всю Европу высок риск того, что еврозона будет и далее сильно тормозить глобальный

подъем. Меры жесткой экономии в качестве основного средства борьбы с кризисом евро без учета факторов регионального роста внутреннего спроса могут выйти боком. Пораженные кризисом страны в еврозоне находятся в исключительно неблагоприятных условиях. Они нуждаются в низких процентных ставках и в оживлении роста, но вместо этого динамика их роста является вялой, а рыночные процентные ставки по государственному долгу запретительно высоки.

**Опорой для относительно быстрых темпов роста в развивающихся странах в большей мере является внутренний спрос**

Темпы роста в развивающихся странах, вероятнее всего, останутся гораздо выше (почти 6,5%), чем в развитых странах. Во многих развивающихся странах движущей силой роста является в большей мере не экспорт, а внутренний спрос. Странам с формирующейся рыночной экономикой (например, Бразилии, Индии, Турции и Южной Африке из числа членов "двадцатки") пришлось столкнуться с серьезной проблемой притока краткосрочных капиталов, привлеченных более высокими процентными ставками, отражающими более высокие темпы инфляции или жесткий курс денежно-кредитной политики. Приток этих капиталов оказывает колоссальное повышательное давление на их национальные валюты и, как правило, ослабляет их экспортные сектора и увеличивает дефициты по их счетам текущих операций. В Бразилии центральный банк осуществлял массивные интервенции на валютном рынке, но в то же время он еще более повысил свою основную процентную ставку, хотя в реальном выражении она и без того была очень высокой, и при этом был ужесточен курс в финансово-бюджетной политике. Центральный банк Российской Федерации принял аналогичные меры.

Темпы роста остаются высокими во всех развивающихся регионах, за исключением Северной Африки и некоторых стран Западной Азии, где политические потрясения отрицательно сказались на инвестициях и туризме, а следовательно, и на росте. В Восточной, Южной и Юго-Восточной Азии темпы роста ВВП остаются самыми высокими, хотя наметилась тенденция к их некоторому замедлению под воздействием сбоев в

производственно-сбытовых цепочках из-за событий в Японии, ужесточения денежно-кредитной политики и вялого спроса на некоторых из ведущих экспортных рынках, прежде всего в Японии и Соединенных Штатах. В Китае показатель вклада чистого экспорта в рост ВВП снизился, и теперь двумя главными факторами роста являются вложения в основной капитал и частное потребление. Рост уровней зарплат в Китае является важным элементом в уменьшении опоры китайской экономики на экспорт, и тем самым полномасштабное участие рабочей силы в повышении производительности в этой стране реально способствует перебалансировке глобального спроса.

В регионе Латинской Америки и Карибского бассейна рост остается динамичным. Если в бразильской экономике темпы роста замедляются, то в Аргентине и большинстве андских стран должен быть зарегистрирован очередной год быстрых темпов роста. В Мексике и большинстве малых стран Центральной Америки и Карибского бассейна темпы роста будут гораздо более скромными, главным образом из-за их зависимости от экспорта в Соединенные Штаты. В странах Африки к югу от Сахары темпы роста, скорее всего, будут такими же высокими, как и в 2010 году. В результате повышения индекса условий торговли инвестиции в инфраструктуру и стимулирующая финансово-бюджетная политика должны обеспечить опору для экономического роста в этом субрегионе, а быстрое развитие сектора услуг сообщит росту дополнительный импульс. Тем не менее высокие темпы роста ВВП в Африке к югу от Сахары вряд ли будут способствовать существенному сокращению масштабов нищеты в ближайшем будущем, поскольку плоды, связанные с улучшением состояния экономики, зачастую так и не доходят до всего населения.

Хотя в странах с переходной экономикой темпы роста вряд ли достигнут среднего показателя по развивающимся странам, тем не менее они вернулись к своим докризисным трендовым показателям и их экономика должна расти значительно быстрее, чем экономика развитых стран.



## **Оживление международной торговли и неустойчивость цен на рынках сырьевых товаров**

После самого глубокого падения со времен Второй мировой войны международная торговля как товарами, так и услугами в 2010 году резко оживилась. Ожидается, что темпы прироста объема международной торговли в 2011 году вернуться к однозначным показателям с 14% в 2010 году, особенно в развитых странах. Цены на сырьевые товары восстановились на очень раннем этапе этого цикла и демонстрировали высокую степень неустойчивости, главным образом из-за расширения присутствия финансовых инвесторов на товарных рынках.

Хотя рассчитываемый ЮНКТАД индекс цен на продовольствие в феврале 2011 года превысил уровни, достигнутые во время продовольственного кризиса 2007–2008 годов, ситуация с продовольственной безопасностью представляется менее критичной, чем в то время, из-за относительно низких цен на рис и хорошего урожая зерновых культур в Африке в 2010 году. Кроме того, большинство стран - экспортеров продовольствия воздержались от введения экспортных ограничений, которые сыграли значительную роль в продовольственном кризисе 2007-2008 годов. Тем не менее рост цен на продовольствие в 2010-2011 годах может оказать серьезное воздействие на продовольственную безопасность, и эта проблема усугубляется угрозой голода в Восточной Африке. Рост цен вновь усугубляет проблему крайней нищеты, поскольку расходы на импорт продовольствия в странах с низкими уровнями доходов и дефицитом продовольствия, как ожидается, в 2011 году увеличатся на 27%. Поэтому необходимы государственные меры по смягчению последствий этого для беднейших слоев населения.

В какой-то мере повышение цен на сырьевые товары уже способствует замедлению общей экономической активности в странах-потребителях, поскольку высокие цены снижают покупательную способность в тот момент, когда на доходы домашних хозяйств негативное влияние оказывают высокие уровни безработицы, медленный рост зарплат, а также процесс сокращения доли заемных средств, особенно в развитых странах. Если повышение цен на сырьевые товары приведет к повсеместному ужесточению денежно-кредитной политики во всем

мире, это может создать серьезную угрозу для экономического подъема. Европейский центральный банк, например, продолжает исходить в своих действиях из показателя инфляции потребительских цен и с апреля 2011 года начал ужесточать денежно-кредитную политику. Однако ввиду сильного застоя на рынках рабочей силы в Соединенных Штатах и Европе, где даже номинальные зарплаты практически не растут, риск того, что более высокие цены на сырьевые товары спровоцируют раскручивание инфляционной спирали, является ничтожным. Таким образом, ограничительная денежно-кредитная политика не является подходящей мерой противодействия высоким ценам на сырьевые товары, которые обусловлены главным образом воздействием внешних факторов, в основном связанных с шоковыми потрясениями на уровне предложения и с воздействием финансовых рынков.

Аналогичным образом, в странах с формирующейся рыночной экономикой инфляция потребительских цен связана не столько с перегревом экономики, сколько с тем, что цены на продовольствие и энергоносители имеют гораздо более высокий вес в индексах потребительских цен более бедных стран по сравнению с развитыми странами. В этих обстоятельствах ужесточение денежно-кредитной политики при отсутствии перегрева экономики представляется во многом ошибочным шагом, поскольку вторичные последствия в большинстве случаев были ограниченными.

### **Медленный рост зарплат ставит под угрозу экономический подъем**

Главной движущей силой внутреннего спроса в развитых странах и странах с формирующейся рыночной экономикой являются трудовые доходы. Следовательно, рост зарплат имеет колоссальное значение для оживления экономики и устойчивого роста. Однако в большинстве развитых стран шансы на то, что рост зарплат внесет существенный вклад в подъем экономики или сыграет в нем ведущую роль, крайне малы. Еще хуже то, что помимо рисков, имманентно присущих преждевременной консолидации бюджетов, во многих странах существует повышенная угроза того, что понижающее давление на зарплаты может усилиться, что приведет к дальнейшему сокращению

частных потребительских расходов. Во многих развивающихся странах и странах с формирующейся рыночной экономикой, особенно в Китае, движущей силой подъема является рост зарплат и социальных выплат, приводящий к расширению внутреннего спроса. Вместе с тем, поскольку развитые страны остаются важными экспортными рынками, крайне медленный рост на этих рынках в сочетании с повышательным давлением на валюты развивающихся стран порождает риск давления в пользу относительной компрессии зарплат и в развивающихся странах.

Рост зарплат, не поспевающий за ростом производительности труда, означает, что внутренний спрос растет более медленными темпами, чем потенциальное предложение. Возникающий при этом разрыв можно временно заполнить за счет опоры на внешний спрос или стимулирования внутреннего спроса через улучшение кредитных условий и повышение цен на активы. Глобальный кризис показал, что ни одно из этих решений не является приемлемым. Одновременное проведение стратегий роста с опорой на экспорт многими странами подразумевает гонку на износ в части зарплат и имеет дефляционный уклон. Кроме того, если одна страна преуспевает в сведении торгового баланса с активным сальдо, то это означает, что у других стран образуются торговые дефициты, что порождает дисбалансы в торговле и рост внешней задолженности. Если же, с другой стороны, чрезмерные расходы стимулируются легкой доступностью кредитов и разбуханием цен на активы, как это было в Соединенных Штатах накануне кризиса, этот пузырь в какой-то момент обязательно лопнет со всеми вытекающими из этого серьезными последствиями как для финансового сектора, так и для реальной экономики. Поэтому важно принять меры для прекращения и обращения вспять неприемлемых тенденций в сфере распределения доходов.

#### **Аргументы в пользу политики в области доходов**

С учетом важного значения потребления для стимулирования глобального спроса политика в области доходов в крупнейших странах могла бы внести существенный вклад в сбалансированное расширение экономики, особенно в тот момент, когда глобальный подъем все еще не является устойчивым. Одним из существенных элементов такой политики является корректировка реальных

зарплат с учетом производительности труда, с тем чтобы внутреннее потребление могло расти так же, как и предложение. Это помогло бы также предотвратить рост удельных издержек труда и тем самым держать под контролем основной внутренний источник инфляции. В этом случае в рамках денежно-кредитной политики могло бы меньше внимания уделяться стабильности цен и более значительное внимание могло бы обращаться на обеспечение недорогого финансирования для инвестиций в реальный производственный потенциал, что в свою очередь обеспечило бы новые возможности для трудоустройства. Наилучшим фиксатором инфляционных ожиданий является рост зарплат темпами, приблизительно соответствующими темпам роста производительности труда, при его подкреплении целевыми показателями инфляции.

Нынешние проблемы в еврозоне обусловлены главным образом расхождением в тенденциях роста зарплат в государствах-членах. С момента создания еврозоны зарплаты росли быстрее производительности труда и официального контрольного показателя инфляции Европейского центрального банка в одних государствах-членах и гораздо медленнее в других, что привело к значительным сдвигам в относительной конкурентоспособности. В отличие от стран с формирующейся рыночной экономикой, которые оказывались в аналогичных кризисных ситуациях в прошлом, страны еврозоны, утратившие конкурентоспособность и сталкивающиеся сегодня с серьезными долговыми проблемами, не имеют возможности пойти на девальвацию своих валют. Следовательно, в дополнение к трансфертам важнейшим элементом решения этой проблемы является внятная политика повышения зарплат в странах с профицитами, особенно в Германии, в целях смягчения проблем, связанных с падением конкурентоспособности в странах, в большей степени пораженных кризисом.

### **Немного кейнсианства**

После многолетних призывов к ослаблению роли государства в управлении экономикой многие правительства как в развитых странах, так и в странах с формирующейся рыночной экономикой ввели в действие крупные пакеты стабилизационных мер для восстановления совокупного спроса и приняли меры для спасения

финансового сектора. До кризиса стимулирующая финансово-бюджетная политика зачастую считалась неэффективной на том основании, что любое увеличение дефицита в государственном секторе должно было компенсироваться соответствующим уменьшением частных расходов. Но, поскольку воздействие денежно-кредитной политики во время кризиса было ограниченным, традиционная озабоченность сбалансированностью бюджетов или краткосрочными целевыми финансово-бюджетными показателями отошла на задний план, и правительства вновь начали рассматриваться как "покупатели и заемщики последней инстанции".

Однако последние веяния в финансово-бюджетной и денежно-кредитной политике во многих странах, а также рекомендации ведущих международных учреждений, таких, как Международный валютный фонд (МВФ) и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), свидетельствуют о том, что за признанием необходимости финансово-бюджетных стимулирующих мер в период кризиса не последовало более глубокое переосмысление принципов макроэкономической политики. В 2011 году многие правительства вновь радикально изменили курс своей политики, перейдя от финансово-бюджетных стимулирующих мер к ужесточению финансово-бюджетной политики, а другие планируют пойти на это. Это вызывает особую обеспокоенность, поскольку в большинстве развитых стран, серьезно пострадавших от финансового кризиса, частный сектор еще не завершил процесс корректировки соотношения долгов и активов, в рамках которого нефинансовые субъекты стремятся сократить свою задолженность, а банки стараются восстановить свои коэффициенты достаточности капитала. В процессе такой дефляции долга даже в случае продолжения ослабления курса в денежно-кредитной политике и сохранения низких процентных ставок они вряд ли смогут оказать серьезное стимулирующее воздействие.

Те, кто поддерживает ужесточение финансово-бюджетной политики, утверждают, что это является неременным условием восстановления доверия финансовых рынков, которое рассматривается в качестве ключа к подъему экономики. Они выдвигают эти аргументы, невзирая на практически всеобщее признание того, что кризис как раз и стал следствием прежде всего

обвала финансовых рынков. Из этого следует, что слишком мало уроков было извлечено из чрезмерно большого доверия к позициям участников финансовых рынков, включая рейтинговые агентства, относительно макроэкономической ситуации и уместности макроэкономической политики. В свете безответственного поведения многих частных участников финансовых рынков в преддверии кризиса и дорогостоящих мер государственного вмешательства для предотвращения коллапса финансовой системы не может не вызывать удивление то, что значительная часть общественности и многие из тех, кто разрабатывает политику, вновь делают ставку на свое доверие к тем же самым учреждениям для решения вопроса о том, что же представляет собой оптимальное макроэкономическое управление и здоровое состояние государственных финансов.

### **Сильное воздействие кризиса на финансово-бюджетную сферу**

Рост государственного долга не является следствием непродуманной финансово-бюджетной политики. До кризиса, в период с 2002 года по 2007–2008 годы, состояние государственных бюджетов в глобальных масштабах существенно улучшилось, главным образом в результате значительного увеличения государственных доходов как в абсолютном выражении, так и в доле в отношении к ВВП. Это было побочным следствием практически повсеместного ускорения роста производства, а во многих странах, экспортирующих сырьевые товары, это также стало результатом ценового бума на международных товарных рынках. Кроме того, почти повсеместно доля процентных платежей в государственных расходах снижалась, главным образом из-за снижения реальных процентных ставок. Поэтому, когда кризис разразился, многие страны имели значительное пространство для маневра в финансово-бюджетной политике.

Кризис вызвал существенное ухудшение состояния счетов государственного сектора, поскольку сработали автоматические стабилизаторы, что привело к сокращению доходов и наращиванию расходов, и были приняты пакеты финансово-бюджетных стимулирующих мер, многие из которых по своим масштабам были беспрецедентными. Во многих развивающихся странах на состояние бюджетов сильно повлияли также резкое падение цен на сырьевые товары и увеличение спредов в процентных ставках по государственному долгу. В ряде развитых

стран ухудшение состояния бюджетов стало отражением мер по спасению государством оказавшихся на грани краха финансовых учреждений, что в значительной мере подразумевало конверсию частного долга в государственный. В 2008-2009 годах доля государственных расходов в ВВП во всех регионах увеличилась, а государственные доходы сократились. Это сокращение было особенно значительным в африканских, западноазиатских странах и странах с переходной экономикой, которые в своих бюджетных доходах сильно опираются на поступления от экспорта сырьевых товаров, но оно было более умеренным в большинстве стран Восточной и Южной Азии и Латинской Америки.

В развитых странах энергичные финансово-бюджетные стимулирующие меры имели особенно важное значение для противодействия резкому падению частного спроса, поскольку даже чрезвычайно поощрительные меры денежно-кредитной политики не были особенно эффективными в условиях массового избавления от частных долгов. Крупнейший пакет стимулирующих мер как в номинальном выражении, так и в процентном отношении к ВВП ввели в действие Соединенные Штаты, за которыми следовали Япония и Германия. В развитых странах около 40% объявленных мер финансово-бюджетного стимулирования приняли форму урезания налогов. В ряде развивающихся стран и стран с переходной экономикой масштабы пакетов стимулирующих мер в доле к ВВП превысили масштабы таких же мер в развитых странах, и при этом гораздо больший акцент делался на наращивании расходов, чем на сокращении налогов.

Контрциклическая политика и рецессия привели к неожиданно резкому увеличению коэффициента отношения государственного долга к ВВП в развитых странах. К концу 2010 года этот коэффициент намного превысил 60%, одолев предыдущий пик 1998 года. В развивающихся странах и странах с формирующейся рыночной экономикой этот коэффициент после резкого сокращения в предыдущие годы вырос лишь незначительно, т.е. в настоящее время он гораздо ниже, чем в развитых странах. Тем не менее между развивающимися странами существуют значительные различия, и ряд стран с низкими уровнями доходов все еще находятся в критическом долговом положении.

### **Пространство для маневра в финансово-бюджетной политике не является статическим параметром**

Поскольку текущие дефициты бюджетов и объемы государственного долга в ряде стран резко выросли, получило широкое распространение мнение о том, что возможности для дальнейшего использования финансово-бюджетных стимулирующих мер уже – или в скором времени – будут исчерпаны, особенно в развитых странах. Сложилось также мнение о том, что в ряде стран долговые коэффициенты приблизились или приближаются к уровню, за которым возникает опасность дефолта.

Вместе с тем пространство для маневра в финансово-бюджетной политике представляет собой во многом эндогенный параметр. Инициативная финансово-бюджетная политика будет сказываться на сбалансированности бюджетов посредством изменения макроэкономической ситуации за счет своего воздействия на доходы в частном секторе и на налоги, ожидаемые от этих доходов. С точки зрения динамики развития макроэкономической ситуации эффективная стимулирующая финансово-бюджетная политика может обеспечить рост спроса в тот момент, когда частный спрос оказался парализованным в силу неопределенности в вопросе о будущих перспективах получения доходов, а также неготовности или неспособности частных потребителей и инвесторов принимать на себя долговые обязательства.

В подобной ситуации ограничительная финансово-бюджетная политика, направленная на консолидацию бюджетов или сокращение государственного долга, вряд ли увенчается успехом, поскольку национальная экономика функционирует не так, как отдельно взятая компания или домашнее хозяйство. Компании или домохозяйства способны увеличивать сбережения, сокращая расходы, поскольку такое сокращение не влияет на их доходы. Вместе с тем меры жесткой бюджетной экономики в силу их негативного воздействия на совокупный спрос и налоговую базу приведут к сокращению бюджетных поступлений и тем самым подорвут консолидацию бюджетов. Поскольку текущие расходы бывает трудно скорректировать (поскольку они основываются главным образом на зарплатах и программах выплат



дополнительных пособий), меры жесткой бюджетной экономии обычно влекут за собой значительное сокращение государственных инвестиций. Это сокращение поощряющих рост государственных расходов может привести к такому падению приведенного в оценках настоящего времени объема будущих государственных поступлений, которое превысит сумму сэкономленных бюджетных средств, полученную за счет сокращения расходов. Конечным итогом может стать улучшение текущего состояния средств правительства, но с негативными последствиями для долгосрочной устойчивости бюджета и приемлемости долга. Кроме того, превращение задач сбалансированности бюджетов или низких показателей государственного долга в самоцель может пагубно сказаться на достижении других целей экономической политики, а именно на достижении высоких показателей занятости и приемлемого с социальной точки зрения распределения доходов.

Именно то, что эти динамические эффекты не были учтены, и привело к разочаровывающим результатам для многих стран, которые пошли на ужесточение мер финансово-бюджетной политики в рамках поддерживавшихся МВФ программ в 1990-х и 2000-х годах. В тех странах, где ужесточение финансово-бюджетной политики должно было привести к сокращению бюджетного дефицита, этот дефицит фактически увеличился, зачастую значительно, из-за падения ВВП. В Индонезии в конце 1990-х годов, например, прогнозировался прирост ВВП на 5%, но фактически объем производства сократился на 13%; в Таиланде вместо ожидавшегося прироста ВВП на 3,5% было зарегистрировано сокращение на 10,5%. В других странах ситуация оказалась аналогичной. Причиной таких очевидных систематических просчетов, приводивших "неизбежно к субоптимальности финансово-бюджетной политики", по мнению Независимого бюро оценки МВФ, стали чрезмерно оптимистические прогнозы по поводу "вовлечения" частных инвестиций.

Еще один часто не учитываемый аспект пространства для маневра в финансово-бюджетной политике связан с тем, что способы расходования средств и взимания налогов государственным сектором не носят нейтрального характера; изменения разного типа в государственных поступлениях или расходах приводят к разным макроэкономическим результатам.

В принципе увеличение расходов на инфраструктуру, социальных трансфертов или целевых субсидий для частных инвесторов, как правило, бывает более эффективным в деле стимулирования экономики, чем сокращение налогов, поскольку это непосредственно приводит к увеличению закупок и спроса. С другой стороны, располагаемые доходы, увеличивающиеся за счет сокращения налоговых выплат, обычно расходуются лишь частично. Особенно это касается тех ситуаций, когда у частного сектора накопилась высокая задолженность, поскольку в этом случае он будет использовать часть дополнительных средств, получаемых при сокращении налогов, для погашения долгов, а не для потребления и инвестиций. Увеличение расходов на социальные нужды в целях поддержки групп с низкими уровнями доходов представляется разумным путем поощрения экономического подъема, поскольку это препятствует падению их потребления в период кризиса и росту масштабов нищеты. Если предпочтение отдается такому инструменту, как урезание налогов, то сокращение налогов с продаж и на добавленную стоимость, а также подоходных налогов групп населения с более низкими уровнями доходов, которые имеют более высокую склонность к расходованию средств, обычно оказывается более эффективным в деле повышения спроса и национального дохода, чем сокращение налогов для групп населения с более высокими уровнями доходов.

### **Факторы, определяющие состояние государственного долга**

Высокие и растущие коэффициенты государственного долга совершенно закономерно вызывают обеспокоенность на политическом уровне, но, как и в случае с пространством для маневра в финансово-бюджетной политике, лимиты дефицита государственного бюджета и государственного долга с трудом поддаются определению, поскольку они тесно взаимосвязаны с другими макроэкономическими переменными. Поэтому любая попытка определить критический уровень "приемлемого" долга представляет собой трудную задачу. В экономической политике и долговых стратегиях правительств необходимо учитывать специфику условий и социальные потребности, а также их внешние взаимоотношения.

Эмпирические данные свидетельствуют о том, что, хотя сегодня в некоторых частях мира, особенно в некоторых развитых

странах, дефициты бюджетов и уровни государственного долга составляют относительно высокую долю от ВВП, во многих странах по историческим меркам их нельзя назвать крупными. Кроме того, с точки зрения приемлемости государственного долга значение имеют не только абсолютные размеры этого долга, но и связь между объемом этого долга и некоторыми другими ключевыми переменными. Эти переменные включают в себя, помимо сбалансированности самого бюджета, средние процентные ставки по непогашенному долгу, темпы роста экономики и обменный курс. Последний параметр сильно влияет не только на внутренние размеры долга, деноминированного в иностранных валютах, но и на спрос на товары отечественного производства.

Таким образом, неприемлемое состояние государственного долга не всегда является следствием стимулирующей – или безответственной – финансово-бюджетной политики. Было даже установлено, что первичные дефициты, порождаемые дискреционной финансово-бюджетной политикой, в меньшей степени способствуют повышению долговых коэффициентов, чем более низкие (или отрицательные) темпы роста ВВП и банковские и валютные кризисы. В то же время, даже если государственные бюджеты сводятся с первичным дефицитом, коэффициент отношения государственного долга к ВВП можно снизить при том условии, что номинальная процентная ставка по государственному долгу ниже темпов прироста ВВП. Таким образом, важную роль в определении параметров приемлемости государственного долга играет денежно-кредитная политика. Вместе с тем страны, имеющие долг, деноминированный в иностранных валютах, или не контролирующую свою собственную денежно-кредитную политику, могут сталкиваться с проблемой внезапного увеличения расходов на заимствования во время экономических кризисов – именно в тот момент, когда их платежеспособность оказывается ограниченной. Эмпирические данные указывают на то, что в развивающихся странах усилия, направленные на сокращение долга, не принесли особых успехов и что, как правило, приемлемость долга обеспечивалась за счет поощрения более высоких темпов экономического роста.

Меры реагирования на тот или иной кризис должны зависеть от его коренных причин. Если корни кризиса кроются в лопнувшем пузыре цен на активы, то более разумно пойти по пути финансовой

реформы или даже по пути, совершенно противоположному жесткой финансовой экономии, а именно по пути проведения контрциклической политики для нейтрализации избавления от долгов частного сектора в целях смягчения макроэкономического спада, порожденного дефляцией цен на активы. Если же причины кризиса кроются в чрезмерной задолженности перед иностранными кредиторами и чрезмерном завышении курса национальной валюты, то оптимальным способом реагирования на этот кризис на национальном уровне может стать улучшение структуры долга, а также проведение политики, направленной на недопущение перекосов в реальном обменном курсе и на введение мер контроля за притоком капитала.

### **Финансовое дерегулирование открыло двери для принятия чрезмерных рисков**

Недавнее резкое увеличение дефицитов государственных секторов и государственной задолженности является следствием тяжелого кризиса финансовой системы, вызванного волной либерализации этой системы, в которой ведущую роль сыграли так называемые "англо-саксонские" страны. Таким образом, есть определенный парадокс в том, что именно те участники финансовых рынков, которые и спровоцировали кризис, призваны судить об оптимальности государственной политики, направленной на уменьшение ущерба от этого кризиса. Либерализация и дерегулирование финансовой системы основывались на широко распространенной вере в более высокую эффективность рыночных сил, и они привели к формированию все более сложных финансовых инструментов. Дергулирование было отчасти мерой реагирования на давление конкурирующих сил в финансовом секторе, но в то же время отчасти было обусловлено более общей тенденцией к уменьшению масштабов вмешательства государства в экономику. Новые финансовые инструменты и продолжавшаяся либерализация финансовой системы открыли возможность для значительного расширения спекулятивной деятельности, в результате чего биржевая игра превратилась в важный, а порой даже доминирующий элемент финансовой деятельности. Это и стало источником нестабильности во многих странах, да и во всей международной экономической системе. В то же время обнаружить какие-либо новые финансовые инструменты, способствовавшие повышению эффективности

финансового посредничества на благо долгосрочных инвестиций в реальный производственный потенциал, трудно.

Даже несмотря на то, что дерегулирование финансовой системы и либерализация режимов счетов текущих операций привели к увеличению числа финансовых кризисов как в развитых, так и развивающихся странах, непоколебимая вера в то, что рынки – это лучшие судьи эффективного распределения факторов производства, подтолкнула разработчиков политики к продолжению такого дерегулирования. Потребовался глобальный финансовый кризис, чтобы в конце концов развернуть серьезную дискуссию по поводу необходимости проведения фундаментальных реформ для предотвращения аналогичных кризисов в будущем. Широкий консенсус в вопросе о том, что дерегулирование явилось одним из главных факторов, приведших к глобальному финансово-экономическому кризису, породил призывы к усилению финансового регулирования и надзора.

### **Рынки играют важную роль, но финансовые рынки функционируют по-иному**

Финансовые рынки функционируют не так, как типичные рынки товаров и услуг. Если предприниматели, являющиеся участниками товарных рынков, озабочены созданием новых реальных активов, которые способны повысить производительность и увеличить все доходы в будущем, то участников финансовых рынков волнуют прежде всего вопросы эффективного использования преимуществ, связанных с наличием у них информации о существующих активах. На товарных рынках ценообразование основывается на информации от многочисленных независимых участников, которые действуют, исходя из своих собственных индивидуальных предпочтений, а возможности получения прибыли вытекают из индивидуальных новаторских действий, основанных на частной, косвенной информации участников рынков. Напротив, на финансовых рынках, особенно на рынках активов, которые относятся к одной и той же широкой рискованной категории (таких, как акции, валюты стран с формирующейся рыночной экономикой, а в последнее время еще и сырьевые товары и производные инструменты на их базе), ценообразование основывается на информации, касающейся единичных общезаметных событий, или даже на математических

моделях, в которых используется главным образом не столько текущая, сколько относящаяся к прошлому информация для прогнозирования цен.

Фатальный недостаток в функционировании финансовых рынков связан с тем, что наибольшую прибыль приносит деятельность, зачастую обусловленная "стадным поведением" (т.е. следование на протяжении определенного времени какой-то тенденции и изъятие средств как раз перед тем, как это сделает основная толпа). Действуя вразрез с большинством, даже если это бывает оправданно точной информацией о состоянии фундаментальных факторов, можно понести крупные убытки. Таким образом, во всех случаях, когда участники рынков "обнаруживают", что ценовые тенденции на разных рынках обеспечивают возможность для "динамического арбитража" (т.е. для инвестирования средств в вероятность сохранения существующей тенденции) и все делают ставку на один и тот же исход, например повышение цен на недвижимость, акции и другие активы, поскольку все участники рынка располагают одинаковой информацией, появляется явная склонность к "стадному поведению". В результате этого "стадо" обретает рыночное влияние для изменения этих цен в желательном для него направлении.

Именно поэтому бывает так, что цены на финансовых и "финансализированных" рынках порой выходят за определенные пределы, в результате чего складываются неправильные цены на протяжении длительных периодов времени. Поскольку "стадное поведение" является доминирующим, ни один участник не задается вопросом о том, является ли основная информация правильной и может ли она быть рационально привязана к событиям и веяниям в реальной экономике. Этот феномен проявлялся не только на фондовых рынках и рынках финансовых производных инструментов, но и на валютных и товарных фьючерсных рынках. Таким образом, финансовые рынки сами породили большинство "курдючных" рисков, которые и привели к их краху во время финансовых кризисов. Неопределенность в вопросе о надлежащей стоимости банковских активов во время раздувания таких "пузырей" может стать настолько высокой, что никакие требования в отношении достаточности капитала или буферы ликвидности не

способны смягчить последующий шок, и поэтому правительствам приходится вмешиваться, используя пакеты мер для их спасения.

### **Без возврата к регулированию финансовых рынков не обойтись**

На протяжении примерно 150-летней истории банковских систем сложилась негласная договоренность о том, что во время кризисов правительства или центральные банки, выступающие в роли "кредитора последней инстанции", будут оказывать необходимую поддержку для предотвращения краха отдельных финансовых учреждений и всей системы. В обмен на это такие учреждения находились под государственным регулированием и надзором. Всегда существовал риск того, что события в реальной экономике, такие, как банкротство крупного должника или общая рецессия, могли породить трудности в финансовом секторе. Это стало особенно очевидным во время "великой депрессии" 1930-х годов, в результате чего были институционально закреплены функции кредитора последней инстанции вместе со страхованием вкладов в целях предотвращения набегов на банки.

Однако с тенденцией к дерегулированию финансовой системы на протяжении последних трех десятилетий ситуация в корне изменилась: сегодня финансовый сектор все более превращается в источник нестабильности для реального сектора. В то же время официальная поддержка стала оказываться этому сектору все чаще, и она связана со все более крупными вливаниями государственных денег. Финансовые рынки были дерегулированы, несмотря на частые сбои в работе этих рынков. Поэтому для защиты реального сектора экономики от негативного побочного воздействия, порождаемого внутри самого финансового рынка, необходимо в значительной мере вернуться к официальному регулированию, которое вновь обеспечит должный баланс между государственной защитой финансового сектора и государственным регулированием финансовых учреждений.

Поскольку финансовые рынки являются настолько малопонятными, встает нерешенная проблема, которая заключается в систематической недооценке рисков, возникающих в тех случаях, когда все участники в определенном сегменте финансового рынка действуют в одном и том же направлении,

демонстрируя "стадное поведение". Это может приводить к так называемым "побочным рискам", которые при всей их большой редкости все же могут приводить к катастрофическим последствиям. Рынки можно стабилизировать только в том случае, если они уже более не будут иметь влияния для изменения цен в неправильном направлении или для их отклонения от справедливой стоимости на значительную величину. Таким образом, систематическое вмешательство правительств должно стать законным средством коррекции рыночных сбоев.

Кроме того, дерегулирование финансовых рынков позволило усилить концентрацию банковской деятельности в небольшом числе очень крупных учреждений, а также изменить структуру финансирования банков, сместив главную опору с вкладов на рынки капиталов и с кредитования на рыночные операции. К тому же это подготовило почву для формирования во многом нерегулируемой "теневой финансовой системы", особенно в развитых странах. К началу 2008 года пассивы этой системы почти вдвое превышали пассивы традиционного банковского сектора. Посредством поглощения многих из вновь созданных финансовых компаний или фондов рынков краткосрочных капиталов или посредством создания своих собственных фирм под эгидой банковских холдинговых компаний банки передали значительную часть своих посреднических кредитных функций ассоциированным компаниям в теневой системе. Некоторые части этой системы (например, фонды рынков краткосрочных капиталов) играли ту же роль, что и банки, но практически никак не регулировались, а объем операций таких групп всегда подкреплялся слишком незначительным капиталом.

Источником основного системного риска в финансовой системе являются системно важные финансовые учреждения. Предложения по решению этой проблемы "системообразующих банков" до сих пор были сосредоточены на дополнительных требованиях к капиталу и улучшению надзора, а не на реструктуризации. Более всеобъемлющий подход должен также предусматривать специальную процедуру урегулирования в случае кризисов, которая не должна допускать перекладывания бремени на государственные ресурсы, а также введение лимитов по размерам, которые могут быть абсолютными или относительными, как доля от ВВП.



## **К реструктуризации банковской системы**

Поскольку проблема перекосов при ценообразовании представляет собой системную особенность финансовых рынков, регулирование должно фокусироваться на самой системе, а не на поведении внутри системы, в целях обеспечения того, чтобы система в целом лучше служила интересам инвестиций в реальное производство и роста реальной экономики. Четкое отделение депозитных учреждений от тех, которые занимаются инвестиционной банковской деятельностью, могло бы способствовать предотвращению спекулятивных операций со стороны коммерческих банков. Это позволило бы также уменьшить размеры и обеспечить большее разнообразие банковских учреждений. Государственные банки могли бы играть более важную роль не только в целях финансирования развития, но и в качестве элемента разнообразия и стабильности. Такого рода банки оказались более стойкими в периоды кризисов, и они отчасти нейтрализовали сжатие кредита в частной системе, вызванное последним кризисом. Они могут также способствовать развитию конкуренции при существовании олигополистических частных банковских структур.

Поскольку источником последнего финансового кризиса стал частный финансовый сектор, многие из неоднократно приводившихся на протяжении последних нескольких десятилетий аргументов против государственных банков еще более утратили свою убедительность. Во время последнего кризиса крупные банки в Европе и Соединенных Штатах смогли выжить благодаря полученным ими государственным средствам и гарантиям. Если в период бума частные учреждения и лица получали крупные прибыли и бонусы, то во время спада правительствам – или налогоплательщикам – пришлось взять на себя бремя покрытия понижательных рисков. Поэтому утверждение о том, что только государственные банки пользуются преимуществами своего доступа к государственным ресурсам, оказалось ложным. Кроме того, то обстоятельство, что эти учреждения являются государственными, уменьшает их склонность к "стадному поведению", принятию чрезмерных рисков и погоне за максимальными доходами.

## **Растущие масштабы финансовых спекуляций на рынках сырьевых товаров**

Цены на сырьевые товары за последнее десятилетие продемонстрировали значительную неустойчивость. Бум цен на сырьевые товары в период с 2002 по 2008 год был наиболее рельефно выраженным за целый ряд десятилетий – по масштабам, продолжительности и широте охвата. Падение цен, последовавшее за разразившимся нынешним глобальным кризисом в середине 2008 года, было значительным как по своей глубине, так и по числу затронутых товаров. С середины 2009 года и особенно с лета 2010 года глобальные цены на сырьевые товары вновь росли, хотя в первом полугодии 2011 года этот рост в некоторой степени замедлился.

Некоторые наблюдатели считают, что движущими силами последних изменений в ценах на сырьевые товары являются исключительно масштабные сдвиги в фундаментальных отношениях между спросом и предложением. Однако результаты анализа все более подтверждают ту точку зрения, что на эти колебания повлиял также рост масштабов участия финансовых инвесторов к товарной торговле исключительно по финансовым мотивам; этот феномен часто называют "финансиализацией товарной торговли".

Хотя участие финансовых субъектов в функционировании товарных рынков, как правило, признается нормальной чертой рынка, ключевой вопрос при этом связан с размерами финансовых потоков, а также с тем, что они отклоняют цены от фундаментального равновесного уровня и/или усиливают их неустойчивость. В целом их участие может быть выгодным с экономической точки зрения благодаря углублению рынков и содействию удовлетворению потребностей коммерческих пользователей в хеджировании, а также снижению их издержек при хеджировании, но их "стадное поведение" сводит эти выгоды на нет. Финансовые инвесторы, подобные индексным фондам, не улучшают ликвидность на рынках, которая могла бы обеспечить разнообразие на этих рынках; большинство из них придерживаются одной и той же стратегии с ориентацией на "длинные позиции", исходя из незыблемой веры в то, что цены на этих рынках будут продолжать расти в обозримом будущем. Такая

"финансиализация" рынков сырьевых товаров заставляет эти рынки в меньшей степени следовать логике типичного товарного рынка и в большей – логике финансовых рынков, где "стадное поведение" часто бывает доминирующим.

"Стадное поведение" на товарных рынках может носить иррациональный характер на базе того, что можно назвать "псевдосигналами", такими, как информация, относящаяся к рынкам других активов, и на основе использования негибких торговых стратегий, включая инерционные инвестиционные стратегии или стратегии позитивной обратной связи. В рамках таких стратегий предполагается, что динамика цен в прошлом несет в себе информацию о будущих изменениях цен, что порождает, например, "погоню за трендом". Это приводит к осуществлению покупок после повышения цен и продаж после их падения вне зависимости от каких-либо изменений в состоянии фундаментальных факторов.

Но "стадное поведение" может быть и в полной мере рациональным. Под стадным поведением на базе информации, например, понимается копирование действий, когда участники торговых операций считают, что они могут почерпнуть информацию, наблюдая за поведением других участников. Иными словами, инвесторы сходятся друг с другом в линии своего поведения, поскольку они игнорируют свои частные информационные сигналы. Открытие или закрытие позиций на основе исключительно предыдущих действий других людей будет приводить к изменениям цен без получения рынком какой-либо новой информации. Серия таких действий порождает эффект снежного кома, который в конечном счете приводит к образованию самоподдерживающихся "пузырей" цен на активы. "Стадное поведение" информационного типа является наиболее вероятным на относительно непрозрачных рынках, например в биржевой торговле сырьевыми товарами.

### **Взаимосвязанные изменения на фондовых, товарных и валютных рынках**

Определение того, в какой мере финансовые инвестиции влияют на уровень и неустойчивость цен на сырьевые товары, является трудной задачей из-за ограниченной прозрачности и

уровня дезагрегирования существующих данных. Тем не менее имеются данные, подкрепляющие ту точку зрения, что финансовые инвесторы влияют на динамику цен в краткосрочной перспективе. Часть этих данных касается роли резких изменений в финансовых позициях на нефтяном рынке в период с февраля по май 2011 года. Другие данные касаются сильной корреляции между движением цен на сырьевые товары и тенденциями на фондовых и валютных рынках, которые, как известно, подвержены влиянию спекулятивных операций.

Сопоставление динамики цен на сырьевые товары и на акции на протяжении различных циклов деловой активности показывает, что эти цены обычно изменялись в противоположных направлениях на ранних этапах подъема в ходе предыдущих циклов. Напротив, во время самого последнего цикла стала заметной синхронизация движения этих цен. Эта усилившаяся синхронизация вызывает удивление из-за очень низкого показателя загрузки мощностей на волне "великой рецессии" 2008 и 2009 годов, свидетельствовавшего об очень низком спросе на сырьевые товары. Несмотря на это, цены на сырьевые товары выросли еще до начала оживления во II квартале 2009 года и продолжали расти на протяжении двух следующих лет, отчасти из-за роста спроса в странах с формирующейся рыночной экономикой и в то же время во многом из-за сугубо финансовых операций. Поэтому через два года последовала реакция со стороны денежно-кредитной политики, хотя уровень загрузки мощностей в развитых странах все еще очень низок. Это свидетельствует еще об одном вызывающем тревогу аспекте воздействия финансиализации, который до сих пор недооценивался, а именно о ее способности причинять ущерб реальной экономике в результате передачи искаженных сигналов для макроэкономического управления.

### **Меры реагирования на нестабильность цен на сырьевые товары**

Для предотвращения или смягчения негативного воздействия неблагоприятной динамики цен на сырьевые товары необходимы краткосрочные чрезвычайные меры. В то же время необходимо разработать способы улучшения функционирования рынков производных инструментов на базе сырьевых товаров, для того чтобы эти торговые площадки лучше выполняли свою роль в

обеспечении надежных ценовых сигналов для производителей и потребителей сырьевых товаров, или по крайней мере для предотвращения того, чтобы они посылали искаженные сигналы.

В свете исключительно важной роли информации в определении динамики цен на сырьевые товары для улучшения функционирования этих рынков следует рассмотреть набор из четырех мер политики, особенно применительно к продовольственным товарам и энергоносителям. Во-первых, следует повысить прозрачность рынков физических товаров за счет обеспечения более своевременной точной информации о сырьевых товарах, таких, как свободные мощности и глобальные резервы нефти, а применительно к сельскохозяйственной продукции – культивируемые площади, ожидаемые урожаи, запасы и краткосрочные прогнозы спроса. Все это позволило бы коммерческим участникам рынков легче оценивать текущие и будущие фундаментальные связи между предложением и спросом. Во-вторых, необходимо улучшить поток и доступ к информации на рынках производных инструментов на базе сырьевых товаров, особенно относительно позиций, занимаемых различными категориями участников рынка. Это позволило бы еще более повысить прозрачность рынков. В частности, меры, направленные на обеспечение соблюдения требований к отчетности для торговли на европейских биржах, по аналогии с требованиями, применяемыми на биржах Соединенных Штатов, значительно повысили бы прозрачность торговых операций и воспрепятствовали бы переносу операций в другие юрисдикции, исходя из регулятивных соображений. В-третьих, ужесточение регулирования финансовых участников рынков, в частности лимитирование позиций, могло бы ослабить воздействие финансовых инвесторов на товарные рынки. Осуществление операций за счет собственных средств финансовыми учреждениями, которые занимаются хеджированием позиций своих клиентов, можно было бы запретить из-за конфликта интересов. Для этого необходимо найти "золотую середину" между введением чрезмерно ограничительного режима регулирования, который поставил бы под угрозу функции товарных бирж, связанных с передачей рисков, и внедрением слишком мягкого регулирования, которое в равной степени подорвало бы базовые функции бирж.

В-четвертых, органам, осуществляющим обзор за рынками, можно было бы поручить осуществлять непосредственное вмешательство в биржевую торговлю *время от времени* посредством закупки или продажи производных инструментов в целях недопущения резкого падения цен или для уменьшения "ценовых пузырей". Такие интервенции можно было бы рассматривать в качестве крайней меры для противодействия образованию спекулятивных пузырей в том случае, если реформы, направленные на повышение степени прозрачности рынков и на ужесточение регулирования рынков, либо не будут проведены, либо окажутся неэффективными. Хотя в основном такой "триггерный механизм" мог бы основываться на четких правилах и поэтому был бы предсказуемым, подобные интервенции непременно имели бы некоторые компоненты субъективных оценок. Тем не менее порой высказываются сомнения в способности регулирующих рынки органов или государственных ведомств понимать и отслеживать состояние рынка. Эти сомнения являются безосновательными, поскольку нет никаких оснований считать, что их понимание должно в какой-то мере отличаться от понимания других участников рынков; на рынках, предрасположенных к "стадному поведению", все они имеют доступ к одной и той же информации. Кроме того, в отличие от других участников рынков орган, осуществляющий интервенции, не будет иметь никаких стимулов участвовать в какой бы то ни было форме "стадного поведения". Вместо этого он может разрушить каскады потоков информации, лежащие в основе "стадного поведения", сделав соответствующее заявление в тот момент, когда он посчитает цены слишком отклонившимися от фундаментальных параметров.

### **Обменные курсы стали оторваны от макроэкономических фундаментальных факторов**

Нынешняя полемика по поводу реформирования международной валютной системы касается главным образом не основных проблем, а лишь симптомов. Значительное увеличение валютных резервов, сохраняющаяся гегемония доллара и дестабилизирующий приток краткосрочных капиталов обусловлены в основном серьезными дефектами глобального режима обменных курсов. Валютные рынки находятся под доминирующим влиянием поведения финансовых рынков, которые

никак не связаны с макроэкономическими фундаментальными факторами. Это является источником разбалансированности счетов текущих операций, перекосов в международном распределении факторов производства и дополнительной неопределенности для всех участников в международной торговле.

Даже после развала бреттон-вудской системы и повсеместного перехода на плавающие обменные курсы в 1973 году в рамках разработки международной экономической политики зачастую исходили из того, что международная система должна заниматься главным образом проблемой реальных шоковых потрясений, а не валютных потрясений. Однако спустя несколько десятилетий стало ясно, что валютные потрясения, особенно в системе гибких обменных курсов, являются гораздо более значительными и вредоносными. Если международный обмен товарами и услугами охватывается правилами и нормами многосторонней торговой системы, то отсутствие международной валютной системы позволяет отдельным странам автономно проводить свою политику в области обменных курсов, даже если такая политика оказывает негативное воздействие на глобальную экономику, порождая финансовые бумы и спады и перекосы в международной торговле.

Изменения обменных курсов, приводящие к их отклонению от уровней, оправданных фундаментальными экономическими факторами, могут быть обусловлены двумя основными причинами: либо значительными межстрановыми различиями в эволюции удельных издержек труда в условиях режима, при котором номинальные обменные курсы являются недостаточно гибкими, либо чрезмерным притоком краткосрочных капиталов, который приводит к повышению слишком гибкого номинального обменного курса. В ситуации, когда удельные издержки труда разнятся между странами из-за различий в показателях роста заработной платы по отношению к росту производительности труда, корректировки обменных курсов необходимы для предотвращения нарастания торговых дисбалансов, обусловленных изменениями в относительной конкурентоспособности стран. Не все дисбалансы на уровне счетов текущих операций объясняются деформированными обменными курсами. Тем не менее отклонения реального обменного курса от фундаментальных показателей, особенно на протяжении длительных периодов, оказывают

серьезное воздействие на международную конкурентоспособность производителей, в особенности производителей промышленной продукции любой страны, и тем самым на структуру международной торговли и торговых балансов.

С другой стороны, отклонения обменных курсов от уровней, которые оправданы экономическими фундаментальными факторами, могут быть обусловлены воздействием потоков частных краткосрочных капиталов, привлекаемых в ту или иную страну соответствующими различиями в уровнях процентных ставок. В таких случаях обменный курс валюты страны с более высокими процентными ставками, отражающими более высокие темпы инфляции или жесткий курс денежно-кредитной политики, повышается, хотя макроэкономические условия в принципе требуют его снижения. После уменьшения или полного исчезновения самой разницы в процентных ставках или при возникновении кризиса за прежним повышением курса, как правило, следует чрезмерное снижение курса валюты, который вновь оказывается оторванным от фундаментальных факторов.

### **Перестройка системы обменных курсов**

В нынешних условиях отсутствия системы отдельные страны стараются найти временные и прагматические решения проблем завышения и занижения обменных курсов. Одно решение заключается в проведении односторонних интервенций на валютных рынках, даже на ежедневной основе; другое - в контроле за движением капиталов или налогообложении притока "горячих денег". Все эти меры являются оправданными в условиях, когда все еще сохраняется вера в то, что в принципе "рынок" способен устанавливать равновесные обменные курсы. Тем не менее они не в состоянии разрешить наиболее насущную проблему - применение "категорического императива" в международных обменах посредством установления международной стоимости валюты одной страны, которую примут все ее торговые партнеры.

Более оптимальная конфигурация глобальной системы обменных курсов должна обеспечить, чтобы частные финансовые субъекты, поведение которых зачастую обусловлено сугубо спекулятивными соображениями и стадным чувством, не оказывали чрезмерного влияния на установление обменных курсов



и тем самым на конкурентоспособность производителей различных стран в международной торговле. Правительствам и центральным банкам необходимо взять на себя инициативу посредством целевого воздействия на обменные курсы и обеспечения того, чтобы отклонения от этих целевых показателей были минимальными и сугубо временными.

Система управления обменными курсами, помогающая предотвратить перекосы в торговле и служащая источником стабильности в международных финансовых отношениях, должна включать в себя правила, обеспечивающие: а) достаточную стабильность реального обменного курса (который является наиболее всеобъемлющим показателем конкурентоспособности) для укрепления международной торговли и облегчения принятия решений, касающихся вложений в основной капитал во внешнеторговом секторе, и б) достаточную гибкость обменного курса с учетом различий в движении процентных ставок в разных странах.

#### **Основанное на четких правилах управляемое плавание курсов для обуздания спекулятивных операций**

Повысить стабильность реального обменного курса можно с помощью системы основанного на четких правилах управляемого плавания. В принципе подобный режим можно рассматривать как динамическую версию бреттон-вудской системы, которая была основана на правиле фиксированных, но корректируемых номинальных обменных курсов. Подобно бреттон-вудской системе, этот режим будет нацелен на недопущение фундаментальных перекосов в платежных балансах; но, в отличие от этой системы, он будет опираться на постоянные корректировки номинального обменного курса на основе паритета покупательной способности (ППС) или непокрытого паритета процентных ставок (НППС). Для обеспечения большей стабильности реального обменного курса номинальный обменный курс корректировался бы в зависимости от расхождений в эволюции потребительских цен или удельных издержек труда в первом случае или различий в краткосрочных процентных ставках во втором случае.

Управление обменными курсами на основе такой системы устранило бы стимулы к проведению спекуляций по типу операций

"керри-трейд". Таким образом, это привело бы к исчезновению потоков краткосрочных капиталов, не имеющих связей с торговлей или реальными инвестициями, а в полной мере обусловленных ожиданиями прибылей за счет процентного арбитража с использованием различных валют и последующего повышения обменного курса валюты, являющейся объектом операций.

В среднесрочной перспективе стратегия управляемого плавления курсов на основе НППС не очень сильно отличается от стратегии воздействия на обменный курс на основе ППС. При системе, основанной на НППС, номинальный обменный курс будет снижаться во всех случаях увеличения позитивной разницы в процентных ставках и тем самым будет компенсировать любой выигрыш, который мог бы быть получен за счет такой разницы в процентных ставках. Она имеет то преимущество, что непосредственно воздействует на финансовые рынки. Эти рынки являются более чувствительными к отклонениям НППС, чем товарные рынки, которые реагируют на отклонения ППС. Правило НППС имеет еще и то преимущество, что НППС могут выявляться очень быстро, причем на основе официальных процентных ставок, а не на основе статистических измерений. Однако их может быть трудно применять в условиях очень больших различий в процентных ставках, поскольку требуемые корректировки номинального обменного курса будут вызывать значительное увеличение импортных цен и резкий рост суммы внешнего частного и государственного долга в национальной валюте. В этом случае применение правила ППС на основе удельных издержек труда может быть более уместным решением. В соответствии с этим правилом номинальный обменный курс будет снижаться на сумму, определяемую разницей в удельных издержках труда, и это нейтрализует его воздействие на международную конкурентоспособность.

Конкретные условия действия системы основанной на четких правилах управления обменными курсами необходимо будет более подробно обсудить и доработать. Нужно будет решить проблему, касающуюся того, как с самого начала определить уровень и допустимый диапазон изменений номинальных обменных курсов. Для этого потребуется детально проанализировать покупательную способность всех валют. Страны могут также подойти к установлению первоначального обменного

курса в такой системе посредством целенаправленных корректировок паритетов до перехода на стратегию основанного на четких правилах управляемого плавания курсов.

### **Необходимость симметричного вмешательства**

В рамках системы основанного на четких правилах управляемого плавания курсов, действующей на этих принципах, центральные банки получают определенную свободу в установлении внутренних краткосрочных процентных ставок в соответствии с внутренними макроэкономическими целями. В то же время ее внедрение можно было значительно облегчить, если бы политика контроля за инфляцией опиралась не на рычаги денежно-кредитной политики, а главным образом на политику в области доходов, нацеленную на сдерживание инфляционного давления.

В какой-то мере основанное на четких правилах управляемое плавание курсов можно обеспечивать в рамках односторонней стратегии в области обменных курсов. Если страна сталкивается с проблемой притока краткосрочных капиталов, оказывающего повышательное давление на курс ее валюты, эту стратегию можно применять без количественных ограничений и без операционных издержек для ее центрального банка. Вместе с тем, когда проблема заключается в оттоке капиталов, масштабы вмешательства центрального банка имеют свои пределы, которые в случае отсутствия соответствующей поддержки со стороны международных финансовых учреждений определяются размерами его валютных резервов. В этом случае, чтобы обеспечить функционирование системы, потребуется симметричное вмешательство одной или более стран, у которых курсы валют переживают тенденцию к повышению, по отношению к валюте первой страны, на которую оказывается понижающее давление. Поэтому следующим по оптимальности решением является применение этой системы на основе двусторонних соглашений или в качестве ключевого элемента регионального сотрудничества в денежно-кредитной сфере. В наибольшей степени международной финансовой стабильности можно было бы добиться за счет применения правил управляемого плавания курсов на многосторонней основе в качестве части глобального финансового управления.

## **Повышение эффективности международных товарных рынков**

Принцип основанного на четких правилах управляемого плавления курсов не должен вызывать споров, хотя при этом необходимо будет доработать конкретные условия и детали. Это позволило бы повысить эффективность международных рынков товаров и услуг за счет предотвращения создания международными финансовыми рынками серьезных перекосов в международных торговых отношениях. При этом признается, что финансовые рынки функционируют не так, как товарные рынки и, следовательно, в большей мере уязвимы для "стадного поведения", которое может приводить к завышению или занижению справедливой стоимости валют. Часто приводимый аргумент, что правительства не могут знать точную стоимость валюты лучше, чем рынки, можно опровергнуть, проанализировав функционирование финансовых рынков, которые неизменно проваливали попытки найти равновесные значения курсов валют.

В любом случае, если с помощью этой системы можно было бы изначально избежать повышения курса валюты под воздействием спекулятивных потоков капиталов, риск спекулятивной атаки, которая впоследствии могла бы создать понижательное давление, был бы гораздо меньше. Это позволило бы также уменьшить потребность в накоплении валютных резервов центральными банками по соображениям предосторожности, а следовательно, и саму потребность в симметричном вмешательстве. Тем не менее в случае возникновения подобной ситуации международное сообщество приветствовало бы использование в качестве дополнительного рычага мер контроля за движением капиталов как очередного "рубежа обороны", поскольку для функционирования международной торговой системы предсказуемые обменные курсы имеют как минимум такое же значение, как и согласованные на многосторонней основе торговые правила.

Повестка дня реформ в связи с глобальным финансовым кризисом еще далеко не исчерпана. Реформы осуществляются медленно, и энтузиазм по их поводу во многом сошел на нет. Существует вполне реальный риск возникновения новых кризисов, а в условиях глубокоинтегрированной и чрезмерно "финансиализированной" мировой экономики такие кризисы не

будут ограничиваться отдельными сегментами финансовой системы или отдельными странами либо регионами. Даже если корни кризиса будут крыться в развитых странах и их сложных финансовых рынках, развивающиеся страны и страны с формирующейся рыночной экономикой также окажутся затронутыми, о чем свидетельствует последний кризис. "Двадцатка" признала этот факт, но действия одной лишь "двадцатки" будут недостаточными. Мировая экономика в целом сталкивается с серьезными и фундаментальными вызовами, такими как искоренение нищеты и переход к более климатически безопасным моделям производства и потребления. Чтобы дать эффективный ответ на эти вызовы, всем другим странам мира рано или поздно необходимо будет принять участие в процессе нахождения решений. Они включают в себя создание стабильных макроэкономических условий, поощряющих осуществление соответствующих вложений в основной капитал, который требуется для подкрепления необходимых структурных преобразований. Поэтому международному сообществу и его институтам крайне необходимо более энергично, чем прежде, решать неурегулированные вопросы в рамках глобальной повестки дня в области реформ.

[Подпись]

Супачай Паничпакди  
Генеральный секретарь ЮНКТАД