



## Восстановление финансовой многосторонности

Во время как мировые рынки поглощают первые волны продолжающегося финансового кризиса, внимание начинает сосредотачиваться на поиске путей для коллективного урегулирования проблемы усиливающихся глобальных диспропорций и предотвращения системных потрясений. ЮНКТАД выступала за это даже в условиях нерационального процветания, вызванного неограниченной спекуляцией. Во взаимосвязанном мире ни одна страна не может действовать в одиночку - этот постулат является центральным элементом послания ЮНКТАД о взаимозависимости с момента ее создания, и сегодня невозможно переоценить его значение. Настоящая аналитическая записка призвана проиллюстрировать, что международное сотрудничество и регулирование являются императивами как в сфере торговли, так и в области финансов и что Организация Объединенных Наций является наиболее авторитетной международной организацией, способной возглавить работу по разработке, обсуждению и осуществлению таких усилий.

### Колоссальные проблемы на местных рынках...

Финансовый кризис продолжает охватывать новые регионы, страны и секторы деятельности, несмотря на отчаянные попытки правительств сдержать последствия и препятствовать распространению кризиса. Однако сложно остановить глобальный процесс уменьшения доли заемного финансирования, поскольку происходит закрытие спекулятивных позиций миллионов независимых домашних хозяйств и компаний на ряде важных рынков. Шоковый эффект в результате фактического обвала финансовой системы в США и других странах основательно подорвал уверенность в том, что рынки в скором времени вернутся к нормальному состоянию; и испарились надежды на то, что доходы от капитала могут быть обеспечены без чрезмерно рискованных инвестиций.

Снижение доли заемного финансирования, безусловно, как необходимо, так и неизбежно. После закрытия спекулятивных позиций цены в большинстве случаев будут лучше отражать основополагающие факторы предложения и спроса. Вместе с тем нельзя недооценивать краткосрочные последствия колебаний цен и обменных курсов. Во многих случаях домашние хозяйства и предприятия могли бы, вероятно, плавно скорректировать свои балансы, снизив в своих портфелях долю активов и обязательств с высоким риском, если бы у них было достаточно времени для этого. С другой стороны, если стоимость активов или обменные курсы оказываются искаженными в краткосрочной перспективе, то те же домашние хозяйства и предприятия могут столкнуться с дефолтом.

Таким образом, предпринимаемые в настоящее время правительствами меры по тушению пожара предполагают нахождение сложного баланса между тем, чтобы позволить огню уничтожить то, что в любом случае невозможно спасти, и тем, чтобы защитить те части сооружения, которые имеют жизненно важное значение и которые в конечном счете могут быть восстановлены.

События последних недель вскрыли массовое нерациональное распределение ресурсов, накопленных за примерно десять лет неограниченной финансовой либерализации и намеренного невмешательства правительств в функционирование обезличенных и, как предполагалось, эффективных финансовых

рынков. Например, как неоднократно указывала ЮНКТАД начиная с 2004 года, спекуляция на валютных рынках - в форме так называемых операций «керри-трейд» - явно вызвала отклонение многих обменных курсов в ложном направлении на протяжении длительного времени. В отличие от прогнозов преобладающих экономических теорий, валютные рынки не позволяют эффективно сбалансировать конкурентоспособность стран. Как раз наоборот, они препятствуют установлению общего баланса, позволяя осуществлять необеспеченные арбитражные операции базирываясь на разнице в процентных ставках. Это привело к усилению глобальных диспропорций, проявляющихся в существовании крупного активного или пассивного сальдо на счету текущих операций в ряде стран и в уязвимости многих домашних хозяйств и предприятий к воздействию рисков из-за несоответствий в обменных курсах. Драматическое развитие ситуации в Исландии является лишь недавно показавшейся верхушкой гигантского и во многом неизученного айсберга.

Аналогичным образом, спекулятивные операции на сырьевых рынках, которые также получают все большее распространение, имеют свои преимущества и недостатки. Становится все более очевидным, что резкое повышение цен на продовольствие, металлы, нефть и другие необработанные сырьевые товары с середины 2007 года в значительной степени было связано со спекулятивными операциями, главным образом с так называемыми «индексированными фондами». Вместе с тем после уже давно назревшей корректировки этих цен положение многих производителей сырьевых товаров в развивающихся странах резко ухудшилось. Помимо сокращения экспортных поступлений, эта корректировка приводит к обесценению значительной части инвестиций в оборудование и инфраструктуру, которые были произведены после резкого увеличения спроса и повышения поступлений в последние годы. Для стран, зависящих от импорта сырьевых товаров, снижение цен оказывает положительное воздействие: оно позволяет увеличить расходы на продукцию обрабатывающей промышленности или услуги, облегчая в определенной мере положение национальных производственных секторов, которым в противном случае пришлось бы решать проблемы, связанные с устойчивым взвинчиванием цен на сырьевые товары и, в последнее время, последствиями финансового кризиса.

<sup>1</sup> Первое предостережение было высказано в Докладе о торговле и развитии за 2004 год, а затем оно более настойчиво прозвучало в Докладе о торговле и развитии за 2007 год. Другой ранний анализ кризиса, проведенный ЮНКТАД, содержится в записке ЮНКТАД, посвященной последним тенденциям на мировых финансовых рынках (TD/B/54/CRP.2).

<sup>2</sup> И в данном случае ЮНКТАД также достаточно рано указала, что одними лишь изменениями основополагающих факторов невозможно объяснить резкое повышение этих цен за столь короткий промежуток времени. См. Доклад о торговле и развитии за 2008 год.



Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе Thomson Datastream.

## ...но помочь могут лишь глобальные решения

Представленные выше диаграммы свидетельствуют о тесной корреляционной связи между динамикой различных ценовых показателей на протяжении последних недель. Такая корреляционная связь объясняется исключительно взаимосвязанными спекулятивными операциями на сырьевых, валютных и фондовых рынках. На валюты таких стран, как Венгрия, Исландия и Бразилия, начало оказываться сильное давление в сторону снижения обменных курсов. Многие резиденты этих стран имеют долговые обязательства в иностранных валютах с низкими процентными ставками, таких как швейцарский франк или японская иена, тогда как большие объемы национальных активов принадлежат иностранцам, которых привлекали высокие процентные ставки и повышение обменного курса национальных валют на протяжении последних месяцев или лет, — сочетание подобных факторов создает явно неустойчивую ситуацию. Повышение номинального и реального обменного курса привело к снижению конкурентоспособности страны, вызывая увеличение отрицательного сальдо на счету текущих операций. В то же время практически на все цены на сырьевые товары и на фондовые рынки начало оказываться давление в связи с распространением представления о том, что мир находится на грани полномасштабной рецессии и что меры политики, направленные на урегулирование только банковского или финансового кризиса, не позволят избежать резкого спада активности в реальной экономике.

Международному сообществу следует признать, что во все более взаимосвязанном мире, в котором финансовые рынки тесно связаны между собой современными компьютерными технологиями, ни одна из стран не может действовать в одиночку. В современных условиях просто невозможно, чтобы все страны имели активное сальдо на счету текущих операций или одновременно укрепили свою международную конкурентоспособность путем снижения обменного курса своей валюты или сокращения издержек: улучшение положения одной страны сопровождается ухудшением положения другой. Международное сотрудничество и регулирование являются императивами не только в области торговли, но и в сфере финансов. Так же, как в области международной торговли товарами и услугами требуется предсказуемая многосторонняя рамочная основа, опирающаяся на соответствующие нормы, стабильная система международных финансов может быть создана лишь с помощью многостороннего подхода. Неспособность правительств выработать такой подход и является главной причиной нынешних глобальных проблем. Последствия этих проблем выходят далеко за рамки регулирования банковского и финансового секторов, и в связи с ними возникает вопрос о том, каким образом можно возродить и расширить многосторонность в глобализирующемся мире.

В условиях такой глобальной взаимосвязанности после того, как удастся погасить пожар в банковском секторе развитых стран, необходимо будет принять меры по следующим трем основным направлениям:



- Во первых, международное сообщество должно оказать срочную помощь странам, на обменный курс национальных валют которых оказывалось понижающее давление. К ним относятся главным образом менее крупные страны, в которых недавние неограниченные спекулятивные операции привели к существенному завышению обменного курса и которые теперь не могут стабилизировать обменный курс своей национальной валюты на разумном уровне, а общая паника на рынках создает опасность занижения обменного курса до уровня, неоправданного с точки зрения основополагающих факторов. В этих случаях помощь должна осуществляться в форме резервных кредитов, включая непосредственное вмешательство стран-партнеров на валютных рынках, а именно стран, обменные курсы национальных валют которых повышаются.
- Во вторых, международное сообщество должно оказать помощь зависящим от сырьевых товаров странам, в которых спекулятивные операции угрожают снизить цены гораздо ниже уровня, который был достигнут до начала полномасштабного раскручивания международных спекулятивных операций летом 2007 года. Для этих стран поддержка может осуществляться в форме непосредственных мер вмешательства на рынках, а также в виде предоставления грантов и займов для смягчения и стабилизации резкого снижения доходов.
- В третьих, всем странам с низкими и снижающимися темпами инфляции следует незамедлительно принять антициклические меры в целях обеспечения стимулирующего воздействия с помощью фискальных мер и снижения процентных ставок.

Однако даже если удастся предусмотреть безотлагательные действия в некоторых из этих областей, вероятность резкого и затяжного спада в мировой экономике остается высокой. К счастью, директивные органы многих развитых стран готовы бороться с большими пожарами в своих странах, но, к сожалению, густой дым в их домах не позволяет им увидеть то, что творится у соседей. Пока наблюдается лишь минимальное осознание степени взаимосвязанности и тесно связанных с этим пожаров в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Но по мере того, как начинают раздаваться сигналы пожарных тревог и начинает развеваться дым, потребности этих торговых партнеров скоро могут стать очевидными.

После того как будут потушены наиболее крупные очаги пожаров, международному сообществу необходимо будет тщательно изучить возможные варианты реформирования системы. С учетом открытых каналов связей между международной торговой, финансовой и банковской системами необходимо выработать поистине глобальный партнерский и беспристрастный подход для решения важнейших проблем, таких как спекуляция на сырьевых и валютных рынках. Однако развивающиеся страны обладают лишь ограниченным весом в международных финансовых учреждениях. Поэтому Организация Объединенных Наций как никогда подходит на роль глобального учреждения, пользующегося наибольшим доверием для реализации такого подхода.