



Неужели мы никогда не научимся?

Теперь, когда финансовый кризис все больше становится глобальным, мировая экономика не в силах разорвать круг слабостей и, по видимому, движется в сторону глубокого и синхронизированного спада. Некоторые развивающиеся страны и страны - новые рынки будут затронуты этим больше всего из-за их уязвимости по отношению к снижению экспорта, падению сырьевых цен, а также отрицательным «эффектам богатства», обусловленным несоответствием валют. Однако мир, по видимому, не усвоил уроки прежних финансовых кризисов: традиционные пакеты адаптационных мер могут быть контрпродуктивными, а для того чтобы мы смогли достичь и удержать валютно-финансовую стабильность, необходимы более работоспособные глобальные механизмы валютного курса. В этой концептуальной записке проводится тот тезис, что все страны, реальная экономика которых подвергается риску, должны будут проводить антициклическую политику для стимулирования внутреннего спроса и компенсации сокращающегося внешнего спроса. Вопреки традиционным представлениям, это касается и стран с дешевеющими валютами. Нынешний подход МВФ, когда охваченным кризисом странам предлагается проводить проциклическую политику, неадекватен. ЮНКТАД давно настаивала, что единственное реальное решение - многосторонняя координация.

Еще слишком рано пытаться определить реальную глубину спада. Однако не приходится сомневаться, что экономические и финансовые слабости, от которых страдает мировая экономика, усиливают друг друга. Многие промышленно развитые страны оказались на пороге рецессии. Борьбе с дефляцией отводится более высокое место, чем инфляционным озабоченностям, поскольку в ближайшие месяцы инфляция, вероятно, опустится ниже нуля. Хотя многие развивающиеся страны и страны - новые рынки по-прежнему демонстрируют рост, в последние месяцы их экономические перспективы серьезно ухудшились.

Однако несмотря на такую понижательную тенденцию, в ряде развивающихся стран и стран - новых рынков экономическая активность определенное время демонстрирует устойчивость. До полного развертывания кризиса внутренний спрос приобрел большую роль в их динамике роста, и они уменьшили свою зависимость от иностранного капитала, нарастив активы по текущим операциям. Более того, те развивающиеся страны, которые продемонстрировали определенную устойчивость, - это страны с высокой долей готовых изделий в их внешнеторговом обороте. Эти страны смогли улучшить состояние своих внешних расчетов в период после азиатского и латиноамериканского финансовых кризисов десятилетней давности и связанных с ними крупных снижений реального валютного курса. Впоследствии правительства и центральные банки пытались поддерживать конкурентоспособный реальный валютный курс, прибегая к активному регулированию валютного курса¹. Это уменьшило их уязвимость для спекулятивных атак, а также позволило им смягчить адаптационный нажим, иными словами значительно расширило их политическое пространство.

Традиционные условия контрпродуктивны

Наоборот, страны, в наибольшей степени подверженные кризису, - это те страны, в которых высокие дефициты по текущим операциям сочетаются со значительным наращиванием иностранных обязательств частным сектором. Эти страны стали жертвами торговли «кэрри-трейд» - портфельных инвестиций, основанных на заимствовании в низкодоходных валютах и инвестировании в высокодоходные валюты, что привело к завышению реального курса и утрате конкурентоспособности. Типичные примеры - Бразилия, Венгрия, Исландия, Румыния и Турция, хотя здесь можно найти и много других примеров. Спровоцированные обвалом сабпраймов, такие валютные спекуляции приобрели большие масштабы, вызвав резкое снижение номинальных и реальных курсов валют затронутых стран. Хотя адаптация валютного курса обычно улучшает общую международную конкурентоспособность предприятий страны, что в конечном счете позитивно сказывается на состоянии их внешних расчетов и помогает подъему реальной экономики, она же может повлечь за собой и большие негативные последствия для балансов домохозяйств и банков, по крайней мере в краткосрочной перспективе. Эти краткосрочные последствия могут вызвать большой стресс во внутреннем банковском секторе и снижение потребления домохозяйств, что чревато серьезными последствиями для роста и занятости. Вторичное отрицательное последствие обусловлено усилиями центральных банков по защите дешевающей валюты с помощью ужесточения денежно-кредитной и бюджетной политики. Однако такое ужесточение, напоминающее о поддерживавшейся ВМФ политике реагирования на азиатский кризис, ставит под угрозу подъем их экономики, и сегодня в условиях одного из наиболее глубоких спадов

¹ Номинальный валютный курс, скорректированный на инфляцию или разницу в удельной оплате труда между странами, - наиболее полный показатель международной конкурентоспособности экономики.



последних 100 лет такое ужесточение глобальной политики не нужно.

Помощь МВФ, эпизодически сочетающаяся с соглашениями о свопах или с прямой финансовой помощью со стороны ЕС, а в последнее время - даже Соединенных Штатов, помогла ослабить непосредственный нажим на валюты и банковские системы столкнувшихся с проблемами стран. Однако коренная причина проблемы - спекуляции типа торговли «кэрри-трейд» - вызывает сомнения в адекватности традиционного подхода МВФ к урегулированию такого кризиса. Повышение процентных ставок, чтобы избежать дальнейшей девальвации, скорее походит на хвост, который вертит собакой (см. диаграмму). Как и в период азиатского и латиноамериканского кризисов, такая политическая реакция указывает на то, что развитые страны не смогли решить самый актуальный вопрос международных финансов и торговли. Этот вопрос - необходимость такого режима валютного курса, который обеспечивает стабильную международную стоимость денег и помогает свести к минимуму издержки адаптации номинального валютного курса к различиям в уровне издержек в странах - торговых партнерах, адаптации, которая столь же необходима, сколь и неизбежна.

Критический момент таков: традиционные пакеты помощи или соглашения о свопах в сочетании с ограничительными политическими рецептами - или по крайней мере ожиданием доноров того, что страны - получатели помощи будут придерживаться духа «затягивания поясов», разумеется, контрпродуктивны. Действительно, страны, которые подвергались спекулятивному нажиму торговли «лэрри-трейд», нуждаются в реальной девальвации, чтобы восстановить свою международную конкурентоспособность. Им также необходима помощь в том, чтобы не допустить занижения валютного курса, поскольку оно не только уменьшит их возможности бороться с инфляцией, но и вызовет излишнюю деформацию международной торговли. Однако им не нужно «затягивания поясов». Рост процентных ставок и снижение государственных расходов только подстегнет спекуляции и ухудшит ситуацию в реальной экономике. В таких условиях странам необходимо проводить экспансионистскую бюджетную и денежно-кредитную политику для того, чтобы компенсировать снижение внутреннего спроса, поскольку экспансионистские эффекты девальвации не материализовались в сжимающейся глобальной экономике.

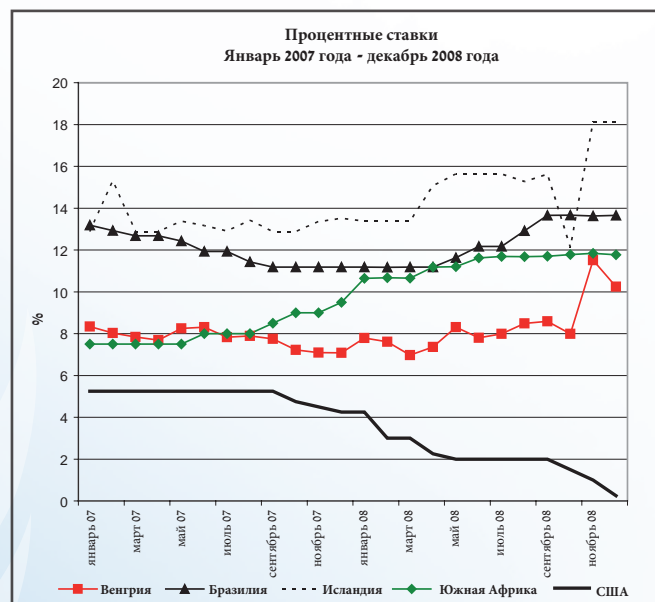
Блокирование чрезмерной девальвации, а она стала правилом, нежели исключением, связано с очень большими издержками, если добиваться этого на односторонней основе, и, наоборот, с очень небольшими издержками, если страны, подвергающиеся девальвационному нажиму, объединят силы со странами, сталкивающимися с нажимом в сторону повышения курса их валют. Страны, которые пытаются остановить девальвационную волну, находятся в уязвимом положении, поскольку им приходится проводить интервенции с иностранной валютой, которая имеется только в ограниченных количествах. Если страны с дорожающими валютами будут проводить симметричную интервенцию, чтобы помешать удорожанию валют, международные спекуляции даже не попытаются противодействовать интервенции, поскольку дорожающая валюта имеется в неограниченных количествах: ее можно печатать.

Необходим многосторонний подход

Если не произойдет глубокого переосмысления механизма валютного курса и издержек, связанных с традиционным «решением» пакетов помощи без симметричной интервенции, негативный перелив финансового кризиса в реальную экономику будет гораздо большим, чем это необходимо. Кроме

того, занижение валютных курсов изменит структуру торговли и торговые потоки гораздо глубже, чем это оправдано, ввиду потерь общей конкурентоспособности, имевших место в период наращивания спекулятивных позиций. Это, разумеется, поставит под угрозу завершение переговоров в рамках Дохийской торговой повестки дня и попытку удержаться от проекционизма. Такая позиция нашла отражение в итогах недавнего совещания Г 20 в Вашингтоне.

Многосторонние или даже глобальные механизмы регулирования валютных курсов, безусловно, необходимы для достижения и поддержания глобальной валютно-финансовой стабильности и эффективного сочетания такой стабильности с открытой торговой системой. Идея построенной на сотрудничестве глобальной валютно-финансовой системы заключалась бы в обеспечении на многосторонней основе одинаковых «правил игры» для всех сторон точно так же, как многосторонние торговые правила распространяются на всех торговых партнеров. Основная идея создания Международного валютного фонда как раз и заключалась в том, чтобы избежать разрушительных девальваций для роста конкурентоспособности. В тщательно выстроенной глобальной валютной системе преимущества снижения валютного курса в одной стране балансировались бы с учетом неблагоприятных последствий для других стран. Поскольку изменения валютного курса отклоняющиеся от паритета покупательной способности затрагивают международную торговлю очень похожим образом на изменения в тарифах и экспортных пошлинах, такие изменения должны регулироваться многосторонними нормами. Многосторонний режим, среди прочего, потребовал бы от стран указать причины реальных девальваций и масштабы необходимых изменений. Если такие нормы будут применяться строго, реальные валютные курсы всех сторон обычно оставались бы более-менее постоянными, поскольку создание конкурентных преимуществ для конкретных стран или групп стран вряд ли было бы приемлемо.



Примечание: Месячная процентная ставка - ставка на 15-й день месяца. Данные за декабрь 2008 года относятся к процентной ставке на 16-й день месяца. Под процентными ставками имеются в виду: в Венгрии - межбанковская суточная (средняя) ставка, в Бразилии - суточная ставка финансирования СЕЛИК, в Исландии - межбанковская ставка по однодневным ссудам, в Южной Африке - межбанковская онкольная ставка и в США - целевая ставка по «федеральным фондам».

Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных Thomson Datastream.