

10.5. ПРИЧИНЫ КРИЗИСНЫХ ПОТЯСЕНИЙ НА ФИНАНСОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Казанчев А.Х., аспирант

Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ

В статье раскрываются причины кризисов на валютных и финансовых рынках мира за последние десятилетия. Автор анализирует экономическое положение стран в преддверии финансовых кризисов. В работе раскрываются причины валютных кризисов в таких странах как Мексика, Южная Корея, Аргентина и Российская Федерация.

Под началом валютным кризисом понимается неожиданный и массовый отток капитала, что в свою очередь приводит к быстрому исчерпанию валютных резервов центрального банка, когда резервов становится недостаточно, либо издержкам поддержания валютного курса избыточными вливаниями, когда происходит девальвация местной валюты. Поэтому одним из очевидных симптомов валютного кризиса является значительное падение курса.

Для валютных кризисов характерными являются предшествующие им процессы, внушающие беспокойство за экономическое положение и платежный баланс страны, что снижает степень доверия к валюте указанного государства, хотя непосредственно «взрыв» кризиса представляется событием неожиданным. Поэтому часто возможности предсказания валютных кризисов сравнивают с возможностями предсказания извержений вулканов. Общее здесь то, что если в обоих случаях мы можем наблюдать приметы нарастающей опасности, то не в состоянии точно предвидеть где, что, когда и как произойдет.

Валютные кризисы превратились в экономический бич нашего времени, что стало следствием все более возрастающей мобильности капитала. В итоге даже незначительные ошибки правительства в проведении макроэкономической политики все реже бывают прощены валютными спекулянтами.

На сегодняшний день принято выделять два основных вида валютных кризисов. В первом случае правительства проводят неуравновешенную финансовую политику, не принимая во внимание опасности, возникающие для платежного баланса. Чрезмерные государственные расходы приводят к росту внутреннего спроса и импорта, а также бюджетному дефициту. В итоге высокими темпами снижаются валютные резервы, идущие на поддержание платежного баланса. Снижение происходит до тех пор, пока девальвация не становится неизбежной. В это время на сцену и выходят валютные спекулянты, играющие на понижение, и обрушивают курс национальной валюты.

Кризис второго вида может охватить и развитые страны, правительства которых проводят разумную макроэкономическую политику и имеют в распоряжении достаточные валютные резервы. В такой ситуации спекулянты достаточно точно выбирают момент атаки, при которой монетарные власти перестанут поддерживать валютный курс не по причине отсутствия такой возможности, а вследствие того, что издержки такого поддержания могут оказаться чрезмерно непропорциональными. Речь идет не столько о прямых издерж-

ках, сколько о косвенных, которые несет экономика в целом. Подобная ситуация возникла в Европе в преддверия вхождения стран в зону евро.

Впервые подобная ситуация возникла в Германии в 1990 г. Огромные расходы на реструктуризацию экономики бывшей ГДР вызвали значительное увеличение бюджетного дефицита. Бундесбанк, желая избежать инфляции, повысил ставку процента, подобное должны были сделать и остальные страны Европейского валютного союза (ЕВС), если не хотели возникновения рыночного давления рынка на курс собственных валют по отношению к немецкой марке. В итоге ценой поддержания валютного курса стало углубление рецессии, имевшей место в Европе в начале 1990-х гг. Потенциальной целью спекулятивной атаки становится валюта страны, правительство которой не уверено в необходимости поддержания валютного курса за счет углубления рецессии. В указанный период такой страной была Великобритания, так как британское правительство имело сомнения в целесообразности вхождения в ЕВС и поэтому не имело желания рисковать экономической динамикой ради аморфных целей стать членом Валютного союза. Инвесторы предположили, что Центральный банк Англии не будет в указанной ситуации достаточно заангажирован идеей защиты курса фунта стерлингов.

В то же время, отношение к кризисам второго вида не столь однозначно, что касается сбалансированности макроэкономического развития в преддверии развития данного вида кризисов. Об этом свидетельствует, в частности, Азиатский кризис 1997 г., который принято было относить к кризисам второго вида, так как все основные экономические показатели до развития кризиса в странах – «азиатских тиграх» не предвещали никаких опасностей. Однако, как показало время, приток инвестиций в указанные страны оказался непропорциональным росту производительности. В итоге инвестиции приносили меньшие дивиденды, чем затраты по привлечению капитала. Наиболее важной причиной недостаточной эффективности инвестиций было почти полное отсутствие институциональной системы финансового страхования, которая оберегала рыночных субъектов от возникновения форс-мажорных обстоятельств. То есть возникла ситуация, при которой принятие инвестиционных решений имело чрезмерно высокую степень риска. Как только стало известно, в насколько значительной мере выросли иностранные краткосрочные инвестиции, беспокойство об их возврате переросло в панику, что и стало детонатором взрыва Азиатского кризиса. Данный пример показывает, что возникновение кризисов в совершенно стабильных и сбалансированных экономиках является потенциальным исключением. В то же время, даже если основные макроэкономические индикаторы не вызывают опасения в период, предшествующий кризису, именно несбалансированность в структуре экономике становится основной причиной кризисов.

Все большая открытость и либерализация финансовых рынков, сделавшая возможным оперативное передвижение капитала по всему миру, играет роль своеобразного рычага, многократно увеличивающего масштабы и последствия валютных кризисов.

Механизм возрастания опасности валютных кризисов был связан с открытием финансовых рынков. Предприятия начали в массовом порядке пользоваться иностранными краткосрочными кредитами. Как правило, никто и не думал о страховании валютных рисков, так

как одновременно с этим росли и валютные резервы центральных банков, что породило иллюзию стабильности национальной валюты. Рост валютных резервов центральных банков обуславливался тем, что предприятия брали иностранные кредиты не столько из-за недостатка иностранных валют, сколько из-за того, что кредиты за границей были дешевле. Предприятия продавали иностранную валюту центральному банку, что и обуславливало рост его валютных резервов. Предприятия, берущие за границей кредиты, сильно рискуют, так как падение курса национальной валюты вынудит увеличивать затраты, связанные с погашением долга. Рост экономического оптимизма приводил к параллельному увеличению вкладов в банковской системе.

В итоге раскручивалась опасная спираль: иностранные инвесторы размещают свой капитал на бирже и рынке недвижимости → растут курсы акций и недвижимости → фирмы в состоянии привлекать еще больше кредитов под все более дорожающие активы. В такой ситуации никто не хочет думать о том, что экспансия капитала может оказаться чрезмерной.

Неожиданный отток капитала приводит не только к падению валютного курса, но и к краху на бирже и рынке недвижимости. Фактором, который приводит в движение цепь событий, вызывающих кризис, чаще всего становится резкий рост ставок процентов в результате спекуляций на валютном рынке. В тракте валютного кризиса процентные ставки, как правило, растут, так как наиболее распространенной формой спекуляции является поиск кредита в «слабой» валюте и ее продажа. Все считают, что в скором времени ее можно будет выкупить дешевле. Проведение крупной спекулятивной операции означает, что растет спрос на краткосрочные кредиты, и в итоге – ставки процентов. Центральный банк, также предвидя опасность для валютного курса, может резко поднять процентные ставки.

На рост процентных ставок влияет так же и начинающийся отток капитала, в итоге банки начинают испытывать трудности с поисками кредитов. Большие потери для банков приносят и рост невозвратных кредитов в портфеле размещенных средств. В результате вся банковская система начинает съезживаться, таким образом валютный кризис перерастет в банковский.

Мексика 1994-1995 гг.

До середины 1980-х гг. мексиканская экономика была примером протекционистского подхода во внешнеэкономической деятельности и реализации политики субсидии импорта. Для Мексики был характерен интервенционализм и замкнутость экономики. Во второй половине 1980-х гг. была осуществлена попытка проведения экономической либерализации, включая и открытие внутренних рынков, и подавление инфляции. В том числе был открыт и внутренний банковский сектор для иностранных финансовых институтов. Положительный эффект стабилизационной программы стал главным фактором начала программы реструктуризации внешней задолженности. Однако наибольшим результатом явился рост кредитного доверия Мексики на международных валютных рынках и, как следствие, появление возможности использования внешних источников финансирования.

Между тем внешний долг Мексики продолжал оставаться сравнительно высоким, при этом мексиканское правительство отказалось от программы замены госу-

дарственного долга на акции приватизируемых предприятий. С 1994 г. Мексика стала членом Североамериканского соглашения о свободе торговли (НАФТА).

В 1980-х гг. существовало два валютных курса, являющихся следствием кризиса внешней задолженности. Первый действовал в финансовом обороте, второй – при реализации текущих операций. В ноябре 1991 г. была ликвидирована множественная система курсов и установлен валютный коридор $\pm 4,5\%$. Валютная политика в начале 1990-х гг. имела прежде всего антиинфляционный характер, нежели «уравновешивание» платежного баланса. Этому позволял растущий наплыв капитала: в Мексику поступало около половины всех инвестиций, направленных в Латинскую Америку. Приток капитала в 1993-1994 гг. был большим, нежели дефицит по текущим внешнеторговым операциям. Благодаря этому росли валютные резервы Мексики. Однако более половины инвестиций составляли портфельные кредиты.

С 1990 г. ценные бумаги Мексики начали котироваться на международных рынках. В 1991 г. иностранные инвесторы получили возможность покупки правительственных ценных бумаг, номинированных в песо. Иностранные инвесторы прежде всего отдали предпочтение краткосрочным казначейским бонам. Мексиканские банки также получили возможность поиска кредитов за границей. Более низкие проценты по кредитам в иностранной валюте влияли на снижение банковских затрат.

Отрицательное сальдо внешнеторговой деятельности было обусловлено прежде всего ситуацией в частном, а не государственном секторе. Большое значение имела низкая склонность мексиканцев к сбережениям, что было вызвано последствиями кризиса 1980-х гг., сопровождавшегося низким уровнем жизни. Отсюда и чрезмерно большие расходы на потребление в начале 1990-х гг.

При этом большой приток капитала никак не повлиял на динамику ВВП, которая продолжала оставаться низкой. Доля прямых иностранных инвестиций не превышала 33%, а в некоторые годы составляла только 20%. Следствием притока иностранного капитала и дешевых кредитов в иностранных валютах, стала активная деятельность банков по размещению своих активов. Особенно значительно увеличилась доля кредитов, предоставляемых на строительство жилья (на 1000%) и текущее потребление (на 450%).

Первым тревожным звонком стали события 1994 г., связанные с убийством в штате Чиапас одного из кандидатов в президенты и последовавшим за этим частичным оттоком капитала, который был также обусловлен изменением в соотношении процентных ставок в Мексике и США: если в 1990 г. она составляла 15%, то через три года – только 3%.

Между тем возникновение валютного кризиса оказалось неожиданным. Несмотря на ухудшение платежного баланса Мексики, ни одно рейтинговое агентство не снизило показатели кредитной надежности страны. Фактором, произведшим эффект «разорвавшейся бомбы» и вызвавшим панику, стало объявление Центральным банком, что его валютные резервы составляют только 10 млрд. долл., в то время как до выкупа значительно большей эмиссии государственных бондов оставалось менее месяца. В ответ на начавшийся отток капитала мексиканская администрация снизила нижнюю границу валютного коридора до 15%, что было равносильно его девальвации на 15%.

Валютный кризис нашел свое продолжение на фондовой бирже и сказался на котировках мексиканских ценных бумаг на бирже. Рыночная стоимость фирм, котирующихся на бирже, упала с 195 млрд. долл. в ноябре 1994 г. до 88 млрд. долл. в январе 1995 г. В этом месяце курс акций падал на 7-10% ежедневно.

Ситуация усугублялась тем, что, предвидя рост инфляции после проведенного снижения валютного курса, профсоюзы добились соответствующей компенсации заработных плат, что повлекло за собой и развитие кризиса в реальном секторе экономики.

В срочном порядке США оказали Мексике финансовую помощь в размере 18 млрд. долл., а затем еще 9 млрд. долл. Однако иностранная помощь не могла уже противостоять паническому оттоку капитала. Этому способствовал также ряд ошибок, допущенных администрацией, в частности, запоздалая девальвация песо и утечка информации об этом событии.

Цена кризиса оказалась значительной: ВВП Мексики в 1995 г. снизился на 6,2%, песо потеряло в стоимости 40%, темпы инфляции увеличились более чем 50%.

Валютный кризис выявил слабость банковской системы Мексики. В результате резкого скачка процентных ставок увеличилась доля сомнительных кредитов в портфелях банков. Комиссия по ценным бумагам и банкам обязала банки создавать резервы в размере 60% сомнительных долгов, или 4% от всех активов. Между тем, около половины банков не смогли выполнить данного условия. Правительство вынуждено было прибегнуть к политике более активной помощи банковской системе:

- выделению преференционных кредитов;
- предоставлению гарантий;
- выкупу части сомнительных долгов;
- докапитализации части банков.

Для этого был задействован ранее созданный фонд – Банковский фонд по защите сбережений, FOBAPROA.

Таким образом, причинами мексиканского кризиса стали низкая склонность к сбережениям на внутреннем рынке и следующий за этим активный поиск кредитов на внешнем рынке. Кроме того, было допущено множество ошибок в экономической политике. Отсутствовала реакция на снижающиеся валютные резервы: вместо того чтобы в такой ситуации девальвировать песо, была проведена эмиссия краткосрочных государственных бондов.

Несмотря на неожиданность данного кризиса, его удалось быстро преодолеть, во многом благодаря помощи партнеров по НАФТА¹.

Аргентина 1995-й, 1999 гг.

Валютный кризис в Мексике спровоцировал отток капитала из остальных стран Латинской Америки – «эффект текилы». Бегство капитала из Аргентины было настолько внезапным, что спровоцировало валютный кризис.

До кризиса в Аргентине валютный курс определялся в рамках системы валютного комитета, действующего с 1991 г. Такая система значительно ограничивает возможности центрального банка в самостоятельном про-

ведении монетарной политики. Так, выделение кредитов рефинансирования коммерческим банкам возможно при наличии дополнительных валютных резервов, что значительно уменьшает роль центрального банка как кредитора последней инстанции.

Кроме того, страны, использующие систему валютного комитета, в значительной степени подвержены внешним шокам.

В случае Аргентины была сделана лазейка, допускающая некоторый отступ от системы валютного комитета. Она предусматривала продажи правительством государственных облигаций номинированных в долларах в размере не более 20% от размеров денежной массы. Продажа данного рода облигаций давала возможность в экстренном случае увеличить объем средств банковской системе.

В середине 80-х стабилизационная политика Аргентины не приносила успеха вследствие наличия большого бюджетного дефицита, что было вызвано наличием обширного государственного сектора. Все попытки стабилизировать финансовую систему не приводили к сокращению дефицита, а лишь к смене форм его финансирования, в частности, путем продажи облигаций. При этом росло опасение, что выстраиваемая финансовая пирамида рано или поздно рухнет.

В рамках валютного комитета был установлен серьезный контроль над банковской системой, так как в случае кризиса коммерческие банки не могли рассчитывать на серьезную помощь со стороны центрального банка. Коммерческие банки также обязывались 40% своих активов содержать в форме американских государственных ценных бумаг, которые в случае экстренного оттока капитала могли бы быть проданы центральному банку и пополнить свои ликвидные резервы. Однако само осознание аргентинских банков, что в случае кризиса центральный банк не будет их спасать, было наилучшим стимулом проведения рациональной кредитной политики.

Использование системы валютного комитета дало хороший результат в сфере снижения высокой гиперинфляции, бюджетного дефицита и государственного долга. Между тем, массовый отток капитала из Латинской Америки прежде всего досадил Аргентине, наиболее подверженной внешним шокам. В результате «эффекта текилы» Аргентинский центральный банк потерял около 30% своих валютных резервов. Мексиканский кризис произошел в наиболее не подходящий для Аргентины момент: годом ранее она начала проведение пенсионной реформы, что создало дополнительные трудности при формировании бюджета. В 1995 г. планировались выборы, то есть правительство не было настроено на проведение непопулярных антикризисных мер.

Однако активные действия Аргентинского центрального банка и правительства, направленные на усиление бюджетной и кредитно-финансовой дисциплины, внушили определенное доверие со стороны Международного валютного фонда (МВФ), который предоставил срочную финансовую помощь. При этом ранее упомянутая стабильность банковской системы, выстроенной с учетом системы валютного комитета, не позволила оттоку капитала вызвать за собой банковский кризис. В скором времени вернулось доверие клиентов к местным банкам. Фактором, который в значительной мере повлиял на незначительное бегство от денег, стала высокая долларизация аргентинской экономики (примерно,

¹ Североамериканское соглашение о свободной торговле (НАФТА, NAFTA, North American Free Trade Agreement) — соглашение о свободной торговле между Канадой, США и Мексикой, основывающееся на модели Европейского сообщества (Европейского союза). Соглашение НАФТА вступило в силу 1 января 1994 г.

половину депозитов составляли вклады в долларах). В дальнейшем доллары, купленные населением в преддверии ожидаемого падения курса песо, вернулись в банковскую систему в виде долларовых депозитов. В итоге это вернуло валютные резервы страны на приемлемый уровень. Платой за сохранение стабильности в финансовом секторе стала рецессия в экономике, вызванная жесткими антикризисными мерами, такими, как рост ставок процента. В 1995 г. объем производства снизился на 6,7%, инвестиции – на 13,1%, безработица выросла на 15,9%.

Одной из причин валютного кризиса и последовавшей за ним рецессии было отсутствие внешних источников оперативного пополнения валютных резервов. В перспективе наилучшим вариантом для Аргентины было бы создание валютного союза с США, в этой ситуации Федеральная резервная система США (ФРС США) выступала бы в качестве кредитора последней инстанции. К. Менем всячески способствовал долларизации аргентинской экономики, в то время как со стороны ФРС США энтузиазма было меньше. В итоге идея «долларовой зоны» почилла в бозе.

В скором времени аргентинская экономика оправилась от шока и вышла в состояние хоссы, за период 1995-1998 г. прямые иностранные инвестиции выросли более чем в два раза.

Между тем с 1998 г. экономическая ситуация в Аргентине стала снова ухудшаться: после кризиса в Юго-Восточной Азии начали снижаться цены на продукцию животноводства, составляющую половину аргентинского экспорта, рост мировых процентных ставок после Российского кризиса увеличил бюджетные расходы, связанные с обслуживанием внешнего госдолга. Но наиболее сильный удар по аргентинской экономике был вызван рецессией в Бразилии и произошедшей девальвацией бразильского реала, что в значительной степени снизило конкурентоспособность аргентинского экспорта и привело к его падению.

Имея за спиной печальный опыт кризиса 1995 г., у инвесторов возникли сомнения относительно возможности проведения властями эффективных антикризисных мер в условиях действия валютного комитета. Более всего беспокоил рост внешнего государственного долга в таких сложных условиях. Чтобы избежать повторения 1995 г., МВФ предоставил Аргентине срочный заем, это несколько остудило инвесторов, однако принципиально не решило проблемы.

Необходимо было как переломить состояние рецессии, так и снизить бюджетный дефицит, решить обе эти задачи одновременно оказалось невозможным. Правительство выступило с предложением в перспективе «привязать» песо не к доллару, а к валютной корзине, куда бы входили как доллар, так и евро, а также в ближайшее время ослабить правила, по которым банки должны были значительные резервы хранить в американских облигациях. Такие новости не могли не вызвать опасения у инвесторов (несмотря на рациональность обоих предложений), и они «засобирались в дорогу».

Все последующие действия правительств, направленные на пролонгирование государственного долга, с целью перенести время его погашения на период, когда аргентинская экономика будет в состоянии хоссы, не могли спасти валютный рынок от очередного кризиса и неизбежной девальвации песо.

Южная Корея 1997 г.

Послевоенная Корея представляла собой удручающее зрелище, пожалуй, ни один, даже самый оптимистически настроенный эксперт не мог предрекать этой стране хоть некое подобие экономического расцвета. Южная Корея того времени представляла собой классический пример страны третьего мира с высокой инфляцией, безработицей, раздутыми государственными расходами и масштабным государственным этатизмом в экономике. Как реакция на это, всю процветал теневой рынок.

Однако затем наступивший с 1963 г. период принято называть «корейским экономическим чудом» – средний ежегодный экономический рост составлял 8,5%. В результате Корея стала одним из экономических лидеров и одной из наиболее богатых стран мира.

Принято выделять следующие составляющие рецепты «чуда»:

- во-первых, превращение замкнутого, протекционистского государства в государство с наиболее открытой экономикой, система мер по выдавливанию импорта была заменена на меры по стимулированию экспорта (в том числе и косвенного государственного стимулирования);
- во-вторых, проведение стабилизационной политики, в рамках которой имело место почти полное погашение инфляции и максимальная оптимизация бюджетных параметров (несмотря на то, что почти треть бюджетных расходов составляли военные расходы);
- в-третьих, были созданы наиболее благоприятные условия для инвестирования, при этом инвестиции направлялись не только в реальный сектор экономики, но и на образование и научные исследования, превращая страну в флагман высокотехнологического производства.

При этом стоит отметить, что указанные реформы проводились под контролем государства. На первоначальном этапе, до середины 1970-х гг., нельзя говорить о существовании либеральной корейской экономики.

В середине 1980-х гг. начался процесс либерализации финансового сектора и, прежде всего, была приватизирована большая часть крупных банков, осуществлены изменения в законодательстве, предполагающие снятие барьеров при вхождении на южнокорейский финансовый рынок иностранных компаний. Частично были либерализованы валютные отношения, но степень либерализации колебалась в зависимости от состояния внешнеторгового баланса. Своего рода сенсацией была либерализация в 1993 г. рынка краткосрочных кредитов, в то время как рынок долгосрочных и среднесрочных оставался в значительной степени ограниченным.

В 1990 г. вместо системы ползущего стабильного курса была введена система среднего рыночного курса (market average rate). Она предполагала определение максимально возможного дневного отклонения южнокорейского вон от доллара. Постепенно границы колебания увеличивались, предполагалось эволюционировать данную систему в систему свободного плавающего курса.

Внешние положительные тенденции заслонили собой структурные недостатки в экономике.

- Во-первых, государство, несмотря на приватизацию значительной части банков, продолжало оставаться самым крупным субъектом в банковском секторе. При существовании недостаточно четких правил регулирования банковского сектора, банки, привыкшие к государственному контролю, не были в состоянии адекватно реагировать на многие внешние процессы.

- Во-вторых, государственный этатизм способствовал развитию крупных концернов («шеболи»), которые, как полагают, будут основными столпами южнокорейской экономики. Результатом стала чрезмерная диверсификация деятельности таких концернов, наглядным примером которой является концерн «Дэу», чьи руки доходили как до производства пылесосов, так и до проведения финансовых операций. При этом активная экспансия на различные рынки финансировалась в первую очередь за счет банковских кредитов, что в конечном итоге приводило к снижению уровня ликвидности концернов. Ситуация усугублялась неэффективной системой управления шеболи, а также отсутствием прозрачности финансовых операций. Кроме того, не стоит удивляться, что владельцы крупных корпораций были желанными гостями в правительственных кабинетах, в итоге добиваясь государственных преференций и ограничения вхождения конкурентов на собственные рынки.

Хотя дефицит внешнеторгового баланса был невысоким и за исключением 1996 г. не превышал 2%, опасения вызывал способ финансирования этого дефицита. До 1997 г. приток инвестиций в Корею был низким, поэтому дефицит по внешнеторговым операциям финансировался портфельными инвестициями и банковскими кредитами.

Доверие инвесторов к южнокорейской экономике начало снижаться с начала 1997 г., несмотря на довольно оптимистическую динамику основных экономических индикаторов. Этому способствовала череда кризисов в других странах Юго-Восточной Азии, что заставило участников рынка обратить внимание на недостаточную устойчивость корейской банковской и финансовой системы. Высокая степень задолженности предприятий и их низкая рентабельность привели к череде банкротств. Шок вызвало банкротство четырнадцатого по величине южнокорейского экономического гиганта – Hanbo Steel. Решение банков поддерживать крупные концерны и далее, даже если они будут испытывать серьезные финансовые проблемы, дало обратный эффект, так как банковский сектор серьезно ограничил кредитование малого и среднего бизнеса.

Несмотря на наличие формально гибкой системы валютного курса, корейские власти принялись удерживать его на постоянном уровне, истратив таким образом от 8 до 10 млрд. долл. из валютных резервов. При этом на рынке отсутствовала достоверная информация о действительных размерах валютных резервов, что способствовало распространению различных слухов.

С начала ноября 1997 г. начался отток капитала. Иностранные банки не только отказались выделить ранее запланированные кредиты, но и потребовали досрочного возврата ранее выданных. Корейские банки начали в срочном порядке покупать иностранную валюту, что бы вернуть кредиты. В середине ноября южнокорейские власти перестали сдерживать валютный курс, установив широкий коридор колебания вон по отношению к доллару $\pm 10\%$. Была объявлена программа очистки банковских активов от невозвратных долгов и комплекс мер по реструктуризации финансового сектора. Однако эти действия были запоздалыми и не позволили избежать объявления моратория на выплату внешней задолженности. Правительство обратилось в МВФ с просьбой о предоставлении финансовой помощи, которая последовала через 2 недели в размере 57 млрд. долл. Эта помощь позволила в дальнейшем провести переговоры с наиболее крупными кредиторами о реструктуризации долга в размере 24 млрд. долл. Несмотря на соглашение с МВФ, от-

ток капитала продолжался, при этом за декабрь 1997 г. агентство Standard & Poor's успело дважды понизить кредитный рейтинг Южной Кореи.

Снижение доверия к вону прежде всего сказалось на уровне платежеспособности компаний. Также банковский сектор, который и до кризиса имел серьезные проблемы, впал в коллапс, вызванный отказом от предоставления новых кредитов и досрочным возвратом ранее взятых. Ситуацию усугублял резкий рост ставок процентов, проведенный центральным банком, и последовавшая за этим серия банкротств. Порядка 100 банков оказались на грани ликвидации, портфель невозвратных кредитов составлял порядка 35%.

В скором времени банковский кризис перенесся на реальный сектор, спровоцировав глубокую рецессию. В 1998 г. ВВП снизилось 6,7%, а безработица выросла с 2% до 8,5%.

Действия корейского правительства после кризиса проходили в контексте подписанных с МВФ соглашений. Были приняты ряд мер по либерализации экономики и ее большей открытости. Снято большинство ограничений, связанных с притоком иностранного капитала, а также упрощена процедура банкротства. Также правительство оказало существенную помощь банковскому сектору, позволяя тем сам сгладить последствия проходящего в секторе кризиса. Были эмитированы государственные облигации, призванные таким способом докапитализировать банки.

Бюджетный дефицит в 1998 г. составил 4,8%, что было следствием как политики снижения государственных доходов, так и дополнительным увеличением расходов, связанных с преодолением последствий кризиса.

Уже в 1999 г. южнокорейская экономика оправилась от кризиса и показала фантастический экономический рост – 10,7%.

Обобщая вышесказанное, мы можем использовать рис. 1 для того, чтобы понять последовательность событий валютных кризисов в Мексике, странах Восточной Азии, и Аргентине. Для этого нам необходимо принять доллар в качестве иностранной валюты, поэтому R^F – ожидаемая доходность по долларовым депозитам, а R^D – ожидаемая доходность по депозитам в национальной валюте (в песо, батах или реалах). (Обратите внимание, что на вертикальной оси отображаются валютные курсы в долларах за единицу отечественной валюты, а на горизонтальной оси — ожидаемая доходность депозитов в национальной валюте, к примеру, песо.)

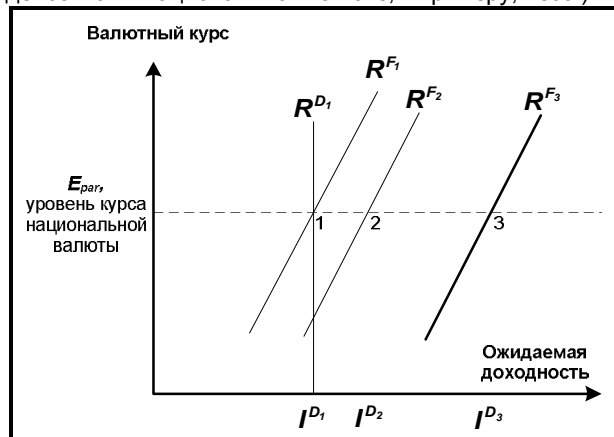


Рис. 1. Последовательность событий валютных кризисов в Мексике

В марте 1994 года в Мексике политическая нестабильность (убийство кандидата в президенты от правящей партии) вызвала опасения инвесторов по поводу девальвации песо. В результате ожидаемая доходность долларовых депозитов выросла, смещая график R^F с R^F_1 до R^F_2 на рис. 1. В странах Восточной Азии года крупный дефицит текущего счета и слабость финансовой системы вызвали сходные опасения по поводу девальвации внутренней валюты с аналогичным влиянием на график R^F . В Аргентине опасения по поводу фискальной ситуации, которая могла привести к включению печатного станка для покрытия дефицита и, следовательно, к повышению уровня инфляции, также усилили вероятность девальвации валюты. Таким образом, опасения увеличили ожидаемую доходность долларовых депозитов и сместили график R^F с R^F_1 до R^F_2 . Во всех упомянутых случаях кривые R^D_1 и R^D_2 пересекались ниже искусственно поддерживаемого уровня курса национальной валюты E_{par} .

Чтобы удержать национальные валюты от падения ниже E_{par} центральным банкам этих стран было необходимо купить внутреннюю валюту и продать доллары, тем самым увеличить процентные ставки i_2 и сместить кривую R^D вправо, теряя валютные резервы. Поначалу центральные банки успешно отбивали спекулятивные атаки. Однако ситуация осложнялась, и спекулянты стали действовать еще более уверенно, а страны уже не могли защитить свои валюты. В результате ожидаемая доходность долларовых депозитов продолжала увеличиваться, и график R^F сместился далеко вправо — до R^F_3 а центральные банки потеряли еще большее количество валютных резервов. Учитывая давление на экономику, оказываемое растущими процентными ставками и потерями резервов, монетарные власти в конечном итоге оказались не в состоянии дальше защищать валюту и были вынуждены отступить, позволив валюте упасть в цене.

Россия 1998 г.

В 1995 г. российский Центральный банк, согласно законодательству, получил автономию. Это стало следствием выдачи с «подачи» Правительства РФ в 1994 г. дешевых кредитов предприятиям с целью стимулировать их производство. Однако полученные средства были направлены главным образом на покупку иностранной валюты, что привело к исчерпанию валютных резервов Центробанка. Этот урок показал необходимость проведения Центральным банком самостоятельной монетарной политики.

Следствием проведения Центробанком антиинфляционной политики стало, помимо снижения уровня инфляции, высокая степень демонетаризации экономики и рост взаимных неплатежей. Результатом происходящего «расслоения» реальной и монетарной экономики стало снижение уровня сбора налогов.

С целью уравновесить бюджет Правительство РФ приняло решение по эмиссии краткосрочных государственных обязательств (ГКО). Покупка доходных ГКО стала для банков более выгодным, нежели предоставление кредитов предприятиям, что еще больше углубило разрыв между финансовым и реальным секторами в экономике.

В скором времени был либерализован валютный рынок, что позволило российским брать более дешевые иностранные кредиты и использовать их на покуп-

ку доходных ГКО, Центробанк также получил дополнительный источник пополнения валютных резервов.

Антиинфляционная политика в 1995-1997 гг. имела существенные положительные результаты — снижение уровня инфляции с 131% в 1995 г. до 11% в 1997 г. Параллельно проходил процесс снижения процентных ставок, что постепенно делало доступным для предприятий пользование банковскими кредитами. На этом фоне финансирование бюджетного дефицита продолжалось а счет притока краткосрочных иностранных инвестиций, увеличившееся в 1996-1997 гг. с 13 млрд. до 33 млрд. долл. Такое положение вещей не могло не вызывать опасение у серьезных инвесторов.

Первым звонком стало снижение в 1997 г. мировых цен на углеводородное топливо. На этом фоне началась массовый отток капитала после кризиса в Юго-Восточной Азии, хотя инвесторы продолжали рисковать, покупая недорогие, но высокодоходные ГКО.

Одновременно с этим на валютном рынке появилось давление, направленное на снижение курса рубля, чего ни в коем случае не могло допустить российское руководство. Поэтому Центробанк истратил порядка 8 млрд. долл. валютных резервов, поддерживая курс рубля. Успех в защите курса рубля повлиял на степень доверия иностранных инвесторов, которые с прежним энтузиазмом взялись приобретать ГКО.

В начале марта 1998 г. агентство Moody's понизило кредитные рейтинги России с Вa3 до Вa2, и это не могло не насторожить инвесторов, тем более что новое правительство С. Кириенко не смогло обеспечить надлежащего притока налогов. В этой ситуации Правительство РФ не оставалось ничего, кроме как, понижая цену ГКО, увеличивать их доходность.

В мае 1998 г. расходы, связанные с обслуживанием внешнего долга, составили 40% государственных расходов. В конечном итоге падение «пирамиды ГКО» было вопросом времени. Однако многие инвесторы продолжали приобретать ГКО, надеясь успеть их реализовать до наступления часа «ч». Некоторые надежды всеяло подписанное с МВФ соглашение, держатели ГКО понимали, что оно не в состоянии воспрепятствовать надвигающейся катастрофе, но предполагали, что действия фонда позволят неким образом снивелировать негативные последствия кризиса.

Российские банки вынуждены были начать в срочном порядке выплачивать иностранные кредиты, взятые под залог еврообондов российского правительства. Стоимость еврообондов начала снижаться как реакция на надвигающийся кризис, и иностранные кредиторы потребовали либо возврата кредита, либо восполнения залогового портфеля.

В такой ситуации Центробанк РФ до последнего старался сохранить курс рубля, однако к 17 августа 1998 г. резервы оказались почти полностью исчерпанными, и рубль был девальвирован.

Кризис в первую очередь сказался на банковской системе, которая пострадал не только от снижения курса рубля, но и от объявленного российским правительством дефолта и последовавшего за этим падением цен ГКО.

Так как само российское правительство объявило о своем банкротстве, МВФ и другие финансовые институты в данной ситуации были не в состоянии оказать значительную помощь российской банковской системе, аналогичную оказанной в Мексике и в Южно-Восточной

Азии. Само Правительство РФ не могло оказать подобной помощи, так как даже первоначальные подсчеты указывали на потери банковской системы в размере 200 млрд. руб., выдача кредита рефинансирования в таком объеме вызвала бы удвоение денежной массы. Центробанк взялся за спасение только государственных банков. Банковская система, не надеясь на государственную поддержку, начала действовать по принципу «спасение утопающих – ...», главным образом активизировался процесс консолидации банковских институтов, создания холдингов и финансовых групп.

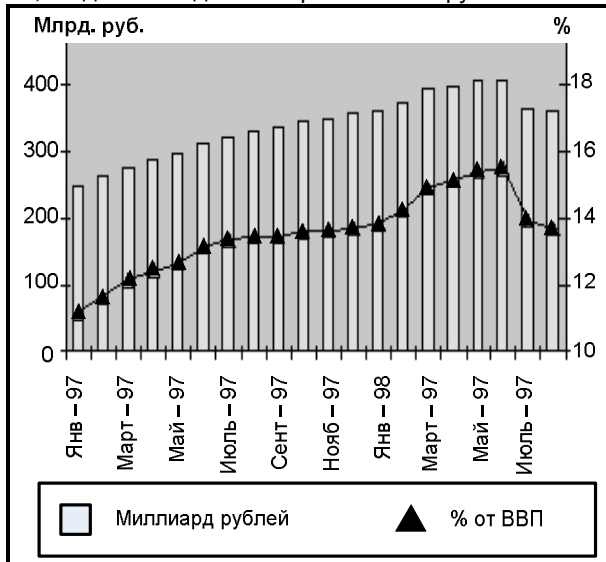


Рис. 2. Динамика государственного долга по ГКО-ОФЗ

Возникновение кризиса было следствием не только ошибок на правительственном уровне, но и необоснованно высоком риском операций, совершаемых банками. Практика привлечения иностранных кредитов для покупки краткосрочных государственных ценных бумаг, могла процветать только в условиях ненадлежащего контроля над банковским сектором. Банковский надзор был обойден следующим способом: кредиты, взятые за границей, выдавались мелким банкам, которые, собственно, и инвестировали их в приобретение государственных облигаций. Таким образом, в крупных банках открытые валютные позиции оставались формально сбалансированными. В итоге девальвация рубля прежде всего сказалась на мелких банках, а только затем на крупных, которые не могли вернуть выданных ранее валютных кредитов.

Вышеотмеченное «расслоение» между реальным и финансовым секторами российской экономики дало неожиданный эффект именно в реальном секторе. Так как предприятия в незначительной степени пользовались банковскими кредитами, то кризис несущественно влиял на их деятельность, в то же время девальвация рубля положительно сказалась на динамике производства в экспорто-ориентированных отраслях. Оживление на мировых рынках и рост цен на углеводородное сырье позволили реальному сектору «перескочить» негативные последствия валютного и последовавшего банковского кризисов. Рост экспортно-ориентированной промышленности позволил все же добиться обеспечения притока рублевых налоговых сборов в бюджет. Все

это вместе поспособствовало определенному ослаблению негативных последствий кризиса.

Как видно из вышеотмеченного, главными причинами валютных кризисов были серьезные ошибки, допущенные на макро-уровне, а также чрезмерный риск финансовых операций, принимаемый на себя главным образом банковским сектором.

Риски финансового рынка, которые в условиях глобализации внезапно и быстро реализуются, наличие финансово-промышленных корпораций, работающих одновременно на всех сегментах финансового рынка во множестве стран, а также отсутствие органа, координирующего действия регуляторов в РФ, увеличивают вероятность кризиса и определяют необходимость создания системы предупреждения кризисных потрясений. Развитие экономики, политическая стабильность, приток внешних инвестиций обеспечивают благоприятные условия для закрепления устойчивого инновационного экономического роста, способствовать которому призвана система предупреждения финансовых потрясений. О возможности предупреждения кризисных потрясений на финансовом рынке РФ свидетельствует мировой и отечественный опыт. Системный подход к предупреждению кризисов в РФ только складывается. В соответствии с законодательством существенную роль в этом процессе играют Совет безопасности РФ, Банк России, Федеральная служба по финансовым рынкам, Министерство финансов РФ, Федеральная служба страхового надзора и Министерство экономического развития РФ. Особую роль играют Банк России и Федеральная служба по финансовым рынкам, которые отвечают за устойчивость национальной валюты, кредитного и финансового рынков и их участников. Некоторые страны с целью координации усилий заинтересованных ведомств и создания благоприятных условий функционирования финансового рынка используют институт мегарегулятора. Обсуждение этой темы в РФ началось. Классификация методов предупреждения кризисов на финансовом рынке, используемых в РФ, представлена в табл. 1.

Расшифровка сокращений:

- МФ – Министерство финансов;
- ЦБ – Центральный банк;
- ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам;
- МЭРТ – Федеральная налоговая служба и Министерство экономического развития и внешней торговли Российской Федерации;
- ССРД – специальный стандарт распространения данных МВФ;
- МСФО – международные стандарты финансовой отчетности;
- FSAP – программа оценки финансовой стабильности МВФ.

В основе многих современных кризисов лежит несбалансированная бюджетно-фискальная политика государства. В частности, примером может служить кризис в РФ. Наличие довольно продолжительное время чрезмерного бюджетного дефицита рано или поздно приводит к кризисным последствиям, несмотря на то, что финансирование дефицита может проводиться не за счет денежной эмиссии. При этом если масса государственных обязательств находится у нерезидентов, то вполне возможно возникновение ситуации, при которой в результате внешнего шока инвесторы будут в массовом порядке требовать погашения обязательств. Возникновение хронического бюджетного дефицита может быть

всего лишь симптомом куда более серьезных структурных проблем, связанных с наличием обширного государственного сектора (РФ) и государственным этатизмом (Южная Корея), коррупцией (РФ), неэффективной системой налогообложения (Бразилия) и дисбалансом внешней торговли (Южная Корея, Мексика).

Таблица 1

МЕТОДЫ ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ ВАЛЮТНОГО И ФИНАНСОВОГО КРИЗИСОВ В РФ²

№	Методы	Организации, их реализующие
1	Распространение информации	Госкомстат МФ и ЦБ Статистические данные База ССРД, обзоры
2	Надзор и регулирование	ЦБ – банки; МФ – страховые компании, пенсионные фонды; ФСФР – профессиональные участники финансового (фондового) рынка; ФНС, МЭРТ и другие министерства – государственный и корпоративный сектор
3	Стандарты и кодексы	МСФО, кодекс корпоративного управления, база данных по кредитным историям, и пр.
4	Информационный анализ	Данные международных организаций – МВФ, МБ, ООН, БМР и пр., публикации, конференции. Обзор финансовой стабильности ЦБ, материалы институтов и аналитических центров, корпоративные и банковские обзоры
5	Рейтинги, индексы	Рейтинги международных РА, Интерфакс РА, Эксперт РА и пр. рейтинги • различные индикаторы и оценки; • внутрибанковские рейтинги; • биржевые индексы и индексы внешних наблюдателей – DESIX, Damocles и пр.
6	Анализ рисков и СРП	Анализ рисков России FSAP (МВФ); ЦБ – анализ рисков; стресс-тестирование; сценарный анализ; СРП неплатежеспособности банков и пр. исследования
7	Мегарегулятор	ФСФР готовит предложения по созданию коллегиального органа, осуществляющего регулирование финансового рынка

Большую опасность для экономик развивающихся стран несла в себе система стабильных валютных курсов, которые играли позитивную роль антиинфляционного якоря. Однако это часто приводило к равновесию во внешней торговле. При этом как это ни парадоксально, стабильность собственной валюты косвенно также становилась причиной кризиса – низкая инфляция создавала иллюзию стабильного развития финансовой системы, и власти не всегда вовремя успевали применить набор необходимых антикризисных мер (рост процентных ставок, контроль за портфелями кредитов), когда это имело бы наибольший положительный эффект. Пожалуй, радужные иллюзии правительств в отношении собственных экономик являются чуть ли не главной причиной кризисов.

В условиях несформировавшегося финансового рынка и предпринимательской традиции многие финансовые институты при попустительстве Правительства РФ и

Центробанка, занимались откровенными спекулятивными операциями, в частности, осуществляя рискованные трансакции с ГКО, в то время как реальный сектор экономики развивался по своим собственным законам.

Очень часто происходит перенесение кризисов из одной страны в другую, говорится даже о «заражении» кризисами. При этом такое «заражение» может касаться не только стран, тесно связанных торговыми отношениями. Очень часто финансовый кризис в одной стране вызывает отток капитала из соседних. Причина этому кроется в глобализации финансовых рынков, крупные транснациональные финансовые корпорации диверсифицируют свой кредитный портфель, кризис в одной из стран вынуждает их срочно уводить капитал из других стран на покрытие полученных убытков. Если учитывать определенную географическую специализацию инвесторов, то в результате финансового кризиса в одной из стран, как правило, страдают ее соседи.

Целая серия финансовых кризисов в 1990-х гг. обратила внимание на необходимость поиска надежных индикаторов, предвещающих такой поворот событий.

- Во-первых, следует обратить внимание на соотношение между проводимой монетарной политикой и внешнеторговым балансом. Здесь важное значение имеет определение степени внешнеторгового дефицита и способ его финансирования.
- Во-вторых, следует обратить внимание на опасность спекулятивных атак на валюту страны. Такое может произойти, когда спекулянты будут уверены, что правительство не будет до последнего поддерживать курс валюты, считая, что издержки такого поддержания чрезмерно велики.
- В-третьих, существенным индикатором служат настроения инвесторов, однако трудность заключается в том, что спрогнозировать возникновение паники, а тем более ее протекание очень сложно.

Между тем, можно говорить, что на сегодняшний день не существует более-менее эффективных показателей, отражающих приближение финансовых кризисов.

В то же время происходят попытки формирования такой мировой финансовой системы, которая если бы и не исключала отдельных валютных и банковских кризисов, то по крайней мере локализовывала и амортизировала бы их. В частности, к ним относятся выработки неких общих стандартов деятельности финансовых институтов, которые бы обеспечивали стабильность и снижали риск проводимых операций. Значительные перспективы имеет введение глобальных страховых услуг, которые могли бы обеспечить распределение понесенных убытков и нивелировать последствия проведения рискованных финансовых операций.

На сегодняшний день многие страны начинают отходить от практики жестко привязанных курсов к системам с более гибким изменением курса, это связано с большими издержками, которые несет вся экономика в результате обороны валютного паритета. При существовании системы гибкого валютного курса вероятность спекулятивных атак значительно снижается.

Важным является также сохранение максимальной автономии центрального банка в проведении монетарной политики. Последовательная и независимая реализация выбранной центробанком монетарной цели ограничивает правительство в средствах финансирования бюджетного дефицита и вынуждает его идти на сокращение самого дефицита и реструктуризацию системы государственных финансов.

² Расшифровка сокращений: МФ – Министерство финансов РФ; ЦБ – Центральный банк РФ; ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам; ФНС – Федеральная налоговая служба; МЭРТ – Министерство экономического развития РФ; ССРД – специальный стандарт распространения данных МВФ; МСФО – Международные стандарты финансовой отчетности; FSAP – программа оценки финансовой стабильности МВФ.

Литература

1. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Вильямс, 2006.
2. Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь» // Теория и история валютных кризисов в России и других странах / Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2000.
3. Евдокимов А.И. и др. Международные экономические отношения. – М.: Велби, 2003.
4. Навой А. О расчете и использовании реального курса национальной валюты в рамках денежно-кредитной политики // Вопросы экономики. – 2008. – №2.
5. Бочарова Н. Моделирование оптимального валютного курса // Вопросы экономики. – 2002. – №8.
6. Головнин А. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики // Вопросы экономики. – 2007. – №7.
7. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. – 2004. – №1.
8. Хоминич И.П. Финансовая глобализация // Банковское дело. – 2002. – №8.
9. Пищик В. Антиинфляционная политика в Евросоюзе: особенности, проблемы и перспективы // Вопросы экономики. – 2002. – №12.
10. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год // Деньги и кредит. – 1999. – №12.

Казанчев Аслан Хажмуратович

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность вопросов, рассмотренных в статье аспиранта А.Х. Казанчева, не вызывает сомнения и заключается в том, что анализ прошлых и настоящих причин кризисных потрясений на финансовых и валютных рынках в настоящее время может оказывать и оказывает серьезное влияние на экономическое развитие страны в преддверии нарастающих слухов о предстоящих финансовых кризисах в различных странах. Несмотря на обширную литературу, посвященную данной теме, многие вопросы, связанные с кризисными потрясениями на финансовых и валютных рынках, остаются открытыми.

В работе приводится анализ мировых валютных и финансовых кризисов страны за последние десятилетие. В работе раскрываются и анализируются причины финансовых кризисов, имевших место в Мексике (1994-1995 гг.), в Аргентине (1995 г., 1999 г.), Южной Корее (1997 г.). В статье приводятся доводы и комментарии ведущих экономистов и работников банковской структуры РФ.

Статья написана на хорошем теоретическом уровне, с использованием новейшей статистики. В статье правильно, на мой взгляд, дается оценка причинам кризисных потрясений на валютных и финансовых рынках. Характеризуя работу в целом, необходимо отметить, что избранная автором логика исследования, последовательность и содержание статьи позволяет глубоко и качественно раскрыть тему. Это позволяет судить о теоретическом стиле мышления автора, который дает ему возможность делать глубокие обобщения и формулировать умозаключения.

Вместе с тем, наряду с положительными моментами, необходимо отметить, что в работе можно было бы более детально проанализировать зарубежный опыт. Однако это не снижает качества выполненной работы. Данная статья написана в соответствии с нормативными требованиями.

Гогохия Д.Ш., д.э.н. профессор кафедры «Финансы и кредит» Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ

10.5. REASONS OF CRISIS SHAKE AT FINANCIAL AND MONETARY MARKETS

A.H. Kazanchev, the Post-graduate Student of the All-Russia State Tax Academy
the Ministry of Finance of the Russian Federation

At the article of Kazancheva Aslana Hazmuratovicha «The Reasons of crisis shake on financial and monetary markets» open up the reasons of crisis at monetary and financial markets of the world for the last decades. The author analyses economic state of the countries at threshold financial crisis. In the pipeline open up the reasons monetary crisis in such countries as Mexico, South Korea, Argentina, and Russia.

Literature

1. F.S. Mishkin. The Economics of money, banking and financial markets., Publishing house: «Williams», 2006.
2. M.F. Montes, V.V. Priests. «Asian virus» or «Dutch disease» // Theory and history of a currency crisis in Russia and other countries: Translation from English – 2 edition. – М.: Delo, 2000.
3. A.I. Evdokimov. Etc. International economic relations. / – М.: TK Velbi, 2003.
4. A. Navoj. About calculation and use of the real rate of a national currency in monetary policy. «Questions of economy» №2, 2006.
5. N. Bocharova. Modeling of the optimum currency rate. «Questions of economy» №8, 2002.
6. A. Golovnin. Financial globalization and limitation of a national monetary policy. «Questions of economy» №7, 2007.
7. S. Moiseyev. Macro analysis of the currency rate: from Cassel to Obstfeld and Rogoff. «Questions of economy» №1, 2004.
8. I.P. Hominich. Financial globalization // «Banking» №8, 2002.
9. V. Pishchik. Anti-inflation policy in the European Union: features, problems and prospects. «Questions of economy» №12, 2002.
10. The main lines of a unified state of monetary policy for 2000// « Money and the credit» №12, 1999.