

**Рынок финансово-банковских услуг**

Себастьян СТРАШЕК,
Тимотей ЯГРИЧ,
Наташа ШПЕС,
Вита ЯГРИЧ

**ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ:
КАК С НИМИ СПРАВИТЬСЯ?****Резюме**

Последние финансовые кризисы отражают риски финансовой волатильности и макроэкономической нестабильности в процессе экономического роста и развития. В статье рассматриваются основные факторы финансовых кризисов на развивающихся рынках, причины чувствительности и адекватности соответствующих антикризисных мер. Установлено, что финансовые кризисы 1990-х гг. показали тесную взаимозависимость между стабильностью финансовой системы страны и ее экономическими показателями. Четко продемонстрирована необходимость дальнейшего развития инструментов и инфраструктуры рынков капитала в развивающихся странах. Приведен ряд политических уроков, которые могут снизить вероят-

© Себастьян Страшек, Тимотей Ягрич, Наташа Шпес, Вита Ягрич, 2007.

Страшек Себастьян, д-р, профессор, кафедра экономической политики, факультет экономики и бизнеса, Университет Марибора, Словения.

Ягрич Тимотей, д-р, профессор, кафедра количественного экономического анализа, факультет экономики и бизнеса, Университет Марибора, Словения.

Шпес Наташа, ассистент кафедры экономической политики, факультет экономики и бизнеса, Университет Марибора, Словения.

Ягрич Вита, ассистент кафедры финансов, факультет экономики и бизнеса, Университет Марибора, Словения.

ность появления кризисов в будущем и ограничить их отрицательное влияние.

Ключевые слова

Финансовые кризисы, финансовая волатильность, макроэкономическая нестабильность.

Классификация по JEL: G15, G18.

1. Вступление

В течение последних десятилетий невероятно возрос общий объем капитальных потоков в экономику развивающихся стран, причем львиная доля этого роста относится к акциям и портфельным инвестициям. Однако, поскольку движение капитала было основным катализатором усиления глобальной экономической интеграции, рыночные спады, связанные с этим, также стали более очевидными. Начиная с 1982 г., рынки развивающихся стран пошатнулись три основных финансовых кризиса: американский долговой кризис 1980-х гг., мексиканский кризис 1994–1995 гг. и азиатский кризис 1997 г. Азиатский кризис распространился на Россию и страны Латинской Америки и повлиял также на экономики многих индустриальных стран.

Современные финансовые кризисы в развивающихся странах очень отличались от предыдущих. В период между 1940 и 1970-ми гг. финансовым кризисам предшествовал значительный фискальный дефицит, угнетенная внутренняя финансовая система и состояние платежного баланса, ассоциирующееся с резким ухудшением условий торговли. Однако в конце 1990-х гг. в Азии возникла новая разновидность кризисов. Много развивающихся стран, испытавших финансовый коллапс, до самого его начала считались достаточно успешными.

В данной статье будет осуществлена попытка проанализировать факторы валютного и финансового кризиса на основе опыта азиатских стран в 1970 г. В литературе обычно выделяют такие факторы, усиливающие чувствительность к валютным и финансовым кризисам: неосмотрительная фискальная политика, слабость финансового сектора, неадекватность пруденциального надзора и контроля, завышенный реальный обменный курс, значительные ссуды частному сектору и незначительная доля валютных резервов в правительственных пассивах (обязательствах), рассчитанных по отношению к совокупной денежной массе. Существует общий

консенсус, что всем кризисам 1990-х гг. предшествовали два типа рыночных спадов: во-первых, международные финансовые институты предоставляли чрезмерные ссуды развивающимся странам, и во-вторых, правительственные финансовые институты и корпорации очень много одалживали.

Структура статьи имеет следующий вид. Следующий раздел подытоживает последние теоретические разработки по финансовым кризисам. В третьем разделе предлагается несколько уроков недавних кризисов для развивающихся стран. В последней части анализируются результаты исследования и делаются выводы.

2. Последние теоретические разработки по природе финансовых кризисов

Серьезные финансовые кризисы не являются новым явлением; азиатский кризис шел следом за мексиканским 1994 г., кризисом Европейской валютной системы 1992–1993 гг., и предыдущими кризисами в Латинской Америке. Эти валютные кризисы стали предметом исследований в многочисленных источниках экономической литературы, как теоретических, так и эмпирических. Теоретическая литература по кризисам платежного баланса начала появляться в неимоверном количестве после выхода в мир труда Кругмана (1979). Кругман утверждал, что кризисы возникают тогда, когда продолжительное ухудшение основных показателей экономики становится несовместимым с попыткой зафиксировать обменный курс. Следовательно, классическая модель Кругмана объясняет, что возникновение кризисов является результатом фундаментальных противоречий во внутренней политике – продолжительным финансированием бюджетного дефицита дополнительной эмиссией денег, с одной стороны, и попыткой поддержки фиксированного валютного курса – с другой. Эти противоречия могут быть временно сглажены, если центральный банк имеет достаточный объем резервов, но если резервы становятся неадекватными, то валютные спекулянты обостряют вопрос путем уменьшения объема продажи валюты. То есть, начало кризиса в модели Кругмана определяется критическим уровнем объема резервов. Как только центральный банк теряет свои резервы в очередной атаке на национальную валюту, у него нет другого выбора, нежели отказаться от привязки валютного курса. Следовательно, результатом кризиса становится переход к плавающему валютному курсу. Однако новейшие статьи утверждают, что власть может решить отказаться от паритета по другим причинам: она может быть более озабочена отрицательными последствиями мер экономической политики, необходимыми для поддержания паритета (как, например, повышение уровня процентной

ставки), или учитывая другие ключевые экономические переменные (например, уровень безработицы).

Модель Кругмана и ее расширение относятся к так называемым моделям кризисов платежного баланса первого поколения. Поскольку кризис возникает в результате несоответствия между чрезмерным монетизированным дефицитом государственного сектора и системой валютного курса, то он является неотвратимым и предсказуемым в странах, где происходит постоянное ухудшение основных экономических показателей.

Современные модели показывают, что кризисы могут развиваться и без значительных изменений основных экономических показателей. Модели, соблюдающие эту линию, относят к моделям кризиса платежного баланса второго поколения. Существует как минимум два типа моделей, где начало кризисов вызвано не ухудшением основных параметров экономики, а наоборот, является следствием исключительно валютных спекуляций. Calvo и Mendoza (1997) разработали модель «стадного» поведения, согласно которой из-за высокой стоимости получения информации иностранные инвесторы вынуждены принимать решения на основе ограниченной информации, что делает их особо чувствительными к разнообразным слухам.

Другой тип моделей отмечает возможность возникновения «эффектов заражения». Существует два подтипа таких эффектов: первый тип (Gerlach и Smets, 1995) сосредотачивает внимание на торговле и потерях конкурентоспособности в результате девальвации в странах основных торговых партнеров, что, в свою очередь, делает национальную валюту более чувствительной к валютной атаке. Модель рассматривает ситуацию, в которой девальвация валюты одной страны вынуждает торгового партнера тоже снизить стоимость своей валюты, чтобы не потерять конкурентоспособности. Аналогичный эффект можно получить в модели со многими равновесными точками, согласно которой девальвация в стране – торговом партнере вызывает общее ухудшение ожиданий относительно состояния внутренней экономики и вызывает самоусиливающийся кризис. Если присутствуют «эффекты заражения», то кризис в соседнем государстве может стать сигналом будущего внутреннего кризиса. Mason (1998) разработал второй подтип модели, который касается уравнения со многими равновесными точками и допускает, что кризис в одной стране может вызывать отрицательные последствия в других странах, сигнализируя, что девальвация наверняка является результатом началом кризиса. Данный сигнал может со временем привести к спекулятивной самоусиливающейся атаке.

Можно подумать, что много моделей второго поколения скрыто или открыто допускают возможность возникновения самоусиливающегося кризиса. Esquivel и Larrain (1998) определяют такой тип кризисов, как кризисы, возникающие, когда исключительно пессимизм группы влиятельных инвесторов провоцирует отток капитала, который в конечном результате ведет к коллапсу системы валютных курсов, таким образом подтверждая отрицательные ожидания. Эти современные теоретические разработки отводят

меньшую роль основным экономическим параметрам экономики в генерации кризисов платежного баланса, но они также отмечают важность других переменных, которые могут помочь предвидеть наступление этих кризисов.

Трудности, возникающие при учете некоторых ключевых аспектов последних кризисов, вынудили некоторых экономистов (Krugman, 1998) задуматься над необходимостью разработки такой модели кризиса «третьего поколения», которая бы концентрировалась на проблемах банковской системы, связанных с моральным риском.

3. Уроки международных финансовых кризисов 1990-х гг.

После 1997 г. в теоретической литературе господствовали два основных подхода. Первый подход, представленный McKinnon и Phil (1996), а также Krugman (1998, 1999), моделирует «синдром чрезмерного заимствования» и отмечает роль кредитования, основанного на моральном риске (moral hazard), осуществляющемся нерегулированными банками и финансовыми институтами (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998). В соответствии с этим подходом, рациональный экономический субъект может рассчитывать на то, что правительство будет принимать меры для спасения любого большого банка или корпорации с хорошими политическими связями в случае возникновения у них проблем с платежеспособностью.

Radelet и Sachs (1998) усматривали причину возникновения полной финансовой паники, которая вызывала валютные кризисы, массовое снятие денежных средств с банковских счетов, массовые банкротства и политический беспорядок, в сочетании ряда факторов, таких как паника в международном инвестиционном содружестве, политические ошибки кризисного менеджмента, плохо разработанные международные программы кризисной помощи. Chang и Velasco (1998) предложили подобный подход, согласно которому азиатский валютный кризис считается следствием массового снятия денежных средств с банковских счетов.

Принимая за основу это дискуссионное утверждение, Krugman (1999) разработал модель третьего поколения, сосредотачивая внимание на микроэкономических недостатках (таких как моральный риск и основанные на нем чрезмерные ссуды), которые могут дать начало спекулятивным атакам против существующих режимов валютных курсов. Данная модель пытается учесть как основные экономические показатели, так и множественные точки равновесия в рыночном поведении.

Финансовые кризисы этого типа, имевшие место в Восточной Азии, на передний план вывели тот факт, что при условии глобализации ошибочная экономическая политика может иметь более неожиданные и кардинальные последствия для страны, нежели в прошлом. Азиатский кризис и волна валютных кризисов, имеющих место в Латинской Америке, имели значительное влияние («эффект перелива») на другие регионы, особенно на страны с переходной экономикой, претерпевшие отрицательное влияние событий в Азии и России. Как могут страны с малой развивающейся экономикой избежать подобных кризисов, используя опыт Азии и России?

Основным вопросом в контексте возникновения кризисов становится определение последствий для экономической политики. Проблемы, с которыми сталкиваются развивающиеся страны, в значительной степени различаются между собой, но можно определить круг проблем, которые необходимо решить в странах с малой открытой развивающейся экономикой, для того чтобы предотвратить повторное возникновение кризисов в будущем. Выделим несколько уроков по основным проблемам, многие из которых взаимосвязаны.

Урок 1: Либерализация финансовых рынков – наилучший предвестник валютных кризисов

Этот факт был осознан в Латинской Америке в 1980-х гг., в Европе в начале 1990-х гг. и еще раз в Азии в 1997 г. Kaminsky и Reinhart (1998) обнаружили, что банковские кризисы были нечастыми в течение 1970-х гг., они случались лишь три раза (для сравнения, кризисов платежного баланса было 26). Отсутствие банковских кризисов, возможно, отражает высокую степень регуляции финансовых рынков этого периода. Тогда как количество кризисов платежного баланса несущественно возрастало в течение 1980-х и 1990-х гг. (от 2,9 до 3,1 кризисов в год), то во время периода пост-либерализации годовое количество банковских кризисов возросло в 4 раза. Эмпирические исследования допускают, что дерегуляция внутреннего финансового рынка ведет к колебаниям циклов в экономике. Волна либерализации, начавшаяся в середине 1980-х гг., характеризовалась двумя основными эффектами (Wyplosz, 1998): она сделала возможными самоусиливающиеся атаки и заложила слабость во внутренние финансовые рынки.

Эти две проблемы обостряются, когда внутренние финансовые рынки становятся международными. Асимметричность информации расширяется, когда кредитор и заемщик относятся к двум абсолютно разным типам экономики. В результате риски и волатильности финансовых операций более высоки на глобальных, нежели на внутренних финансовых рынках.

Другим каналом роста волатильности финансовых рынков по мере их интернационализации является рост объема использования деривативов (опционов и фьючерсов). Хотя главной целью создания рынка производных финансовых инструментов было уменьшение риска (преимущественно обменного риска) во время проведения финансовых и торговых операций,

использование таких финансовых инструментов быстро стало спекулятивным и привело к еще большей волатильности вследствие большей асимметричности информации.

Третий механизм увеличения волатильности глобальных финансовых рынков через риск предусматривает участие институциональных инвесторов (хедж-фонды, пенсионные фонды, взаимные фонды, страховые компании и т. д.). Некоторые крупные институциональные инвесторы демонстрируют высокий левеидж операций (Das, 1998, Reisen, 1999 г.). Операции с высоким левеиджем являются очень рискованными и добавляют больше нестабильности финансовой системе.

Следовательно, основной вывод очевиден: либерализации финансового рынка должны предшествовать ряд мер (эффективный пруденциальный надзор и контроль за банковской деятельностью, внедрение таких рыночных инструментов, как резервные требования на вложения в иностранной валюте и краткосрочные ссуды и т. д.). Дерегуляция должна следовать, а не идти впереди усиления банковского и финансового сектора. Этот фактор признан также Международным валютным фондом (МВФ, 1998). События в Восточной Азии продемонстрировали, что частичные финансовые реформы могут привести к росту хрупкости финансовой системы, который характеризуется ростом краткосрочного долга в иностранной валюте, быстрым увеличением объема банковских кредитов и неадекватным регулированием и контролем за финансовыми институтами. Такие недостатки делают экономику более чувствительной к быстрым изменениям в направлениях движения потоков капитала.

Урок 2: Роста глобализации вызывает «эффект заражения»

Последние два десятилетия характеризуются значительными и фундаментальными изменениями, которые бросают вызов способности экономики к адаптации. Общее понижение национальных и региональных торговых барьеров и прямые иностранные инвестиции привели к более тесным взаимосвязям между странами. С одной стороны, повышенная интеграция рынков была основным стимулом к торговле между развитыми и переходными странами, но с другой – она стала потенциальным каналом заражения (Strašek, Jagrič 2002).

Эффекты заражения являются объектом моделей второго поколения. Mason (1998) утверждал, что «заражение» отражает ситуацию, когда кризис в одной стране может вызвать кризис в другой, причем это нельзя объяснить с помощью основных макроэкономических параметров экономики. Следовательно, заражение является дополнительным эффектом, который не учитывается в общепринятых экономических параметрах. Рост важности заражения является впечатляющим: некоторые авторы (Schmukler i Frankel, 1996) допускают, что инвесторы в большей степени дифференцированы по странам после Мексиканского кризиса 1994 г., нежели после его предшественника 1982 г.

Mason (1998) также указывает на то, что понятие «заражение» недос-
точно точное, поскольку присвоение определенного значения понятию
«заражения» отражало бы уровень нашей необразованности. Возможным
путем избежания путаницы является проведение размежевания между ис-
точниками такого заражения. Факторы, помогающие объяснить факт кла-
стеризации валютных кризисов, можно сгруппировать следующим образом:

- «эффект муссонов» случается во время значительных экономи-
ческих изменений в развитых странах, которые приводят к кризи-
сам в развивающихся странах. В этом случае кризисы могут быть
вызваны обычными шоками, например, мерами экономической
политики, проведенными в развитых странах (стремительный
рост мировых процентных ставок, резкое замедление темпов
прироста мирового совокупного спроса, спад цен на товары, рез-
кие изменения обменных курсов между основными валютами),
которые имеют сходный эффект на рынках развивающихся
стран;
- «эффект перелива» происходит в случае, когда кризис в одной
развивающейся стране может привести к ухудшению основных
макрэкономических показателей в другой. Эффект перелива
происходит из-за зависимости экономик развивающихся стран
друг от друга. Типичные примеры: девальвация в одной разви-
вающейся стране уменьшает ценовую конкурентоспособность
других; отсутствие ликвидности на одном рынке заставляет фи-
нансовых посредников оставить другие рынки (Valdes, 1996).
- «чистый эффект заражения» рассматривается как непрямо
«эффект перелива», то есть одновременное возникновение кри-
зисов, которые прямо не связаны с ухудшением основных макро-
экономических показателей. Данный тип чистого заражения мож-
ет быть объяснен двумя способами (Blejer, 1998): или существ-
вуют психологические факторы, вызывающие подобное поведе-
ние (не связанное с основными экономическими показателями),
или кризис в одной стране вызывает кризис в другой, создавая
панику. Первый тип эффектов содержит так называемую гипотезу
«сигнала к пробуждению» (Goldstein, 1998). В соответствии с этой
гипотезой, Таиланд действовал как «сигнал к пробуждению» для
международных инвесторов пересмотреть кредитоспособность
азиатских заемщиков, и когда они это сделали, то оказалось, что
многие страны имели подобные проблемы.

Оценка кризиса в Восточной Азии показывает, что эффекты зараже-
ния в этом случае играли более заметную роль, чем в прежних кризисах.
Торговые, финансовые связи и соответствующая чувствительность рынков
развивающихся стран к кризисам, казалось бы, частично объясняют рас-
пространение кризиса в Таиланде на другие азиатские развивающиеся

страны в 1997/98-х гг. Во время более позднего кризиса в Аргентине именно наличием меньшего количества развивающихся стран, которые имели одновременно и тесные связи с Аргентиной, и высокую чувствительность к шокам, можно частично объяснить менее заметное влияние данного кризиса на другие страны (Hall, Taylor, 2002). Если изменения в поведении инвесторов объясняют незначительное влияние эффекта перелива из Аргентины, то вполне возможно, что «заразные кризисы» будут менее вероятными в будущем.

Урок 3: Рост взаимосвязи между банковскими кризисами и кризисами платежного баланса (кризисами ПБ)

В течение 1970-х гг., когда финансовые рынки жестко регулировались, не существовало очевидной связи между кризисами платежного баланса и банковскими кризисами. Либерализация финансовых рынков в 1980-х гг. вызвала достаточно тесную взаимосвязь между банковскими и валютными кризисами. Азиатские кризисы в 1997 г. выдвинули на первый план эту важную связь. Kaminsky и Reinhart (1998 г.) приводят несколько интересных уроков:

- чаще всего начало проблем в банковском секторе предшествует кризису ПБ. Появление банковского кризиса увеличивает вероятность того, что страна станет жертвой валютного кризиса;
- эмпирические результаты также предполагают, что такие кризисы-близнецы могут иметь общие корни в дерегуляции финансовой системы, а кредитные бумы и «мыльные пузыри» сопровождают их. Неправильное регулирование и отсутствие контроля во время либерализации могут играть ключевую роль в объяснении того, почему дерегуляция и банковские кризисы так тесно связаны между собой;
- эмпирические тесты подтверждают также наличие «порочного круга», в котором валютный коллапс подрывает уже «больной» банковский сектор. Может существовать также обратная связь: проблемы финансового сектора подрывают курс валюты. Девальвация, в свою очередь, обостряет существующие проблемы в банковском секторе и создает новые. Когда валютные и банковские кризисы возникают одновременно, то они более разрушительны, нежели каждый из них поодиночке. При обоих типах кризисов финансовый шок или, возможно, финансовая либерализация или возрастающий доступ к международным рынкам капиталов стимулируют колебательный цикл путем предоставления легкого доступа к финансовым ресурсам.

Кризисы-близнецы имеют следующие условные признаки: резкое изменение направления движения (реверса) потоков капитала, финансовая либерализация, финансовая хрупкость, достаточно острая реакция рынка.

Механизм кризиса имеет две основные черты, характеризующие рынки развивающихся стран, которые претерпели влияния кризисов-близнецов:

- во-первых, правительства поддерживали фиксированный валютно-курсовой режим или узкие валютные коридоры, которые стали чувствительными к спекулятивным атакам;
- во-вторых, в отечественных банках не совпадали объемы иностранных обязательств и отечественных активов, что делало их открытыми для валютных рисков.

Исследования Goldstein (2005) показывают, что рост вероятности наступления одного кризиса вызывает рост вероятности наступления другого кризиса. Оба кризиса возникают в результате взаимодополняемости банковского сектора и валютного рынка. Ожидается, что кризисы-близнецы чаще будут возникать на финансово либерализованных рынках развивающихся стран и будут требовать значительно больших затрат на их преодоление, нежели обычные банковские или валютные кризисы. Важные замечания: меры экономической политики, которые не влияют на резервы правительства, как например, введение функции международного кредитора последней инстанции или приостановки конвертации, могут быть более желательными в преодолении кризисов-близнецов.

Урок 4. Кризисы становятся непредвиденными

Финансовые кризисы в Мексике в 1994–1995 гг., Аргентине в 1995 г. и пяти восточноазиатских странах 1997 г. имеют признаки самоусиливающихся кризисов. Возникновение самоусиливающихся кризисов является более вероятным в мире с возрастающей открытостью и мобильностью капитала. К середине 1980-х гг. большинство стран осуществляли контроль за движением капитала, поэтому самоусиливающиеся кризисы играли незначительную роль.

Многие исследователи отмечают возрастающую внутреннюю нестабильность международного кредитования: Radelet и Sachs (1998) пришли к выводу, что развивающиеся страны являются особенно склонными к самоусиливающимся кризисам, так как во многих таких странах отсутствует функция кредитора последней инстанции, чтобы справиться с неожиданными изменениями доверия инвесторов. Преждевременная финансовая либерализация на таких рынках порождает самоусиливающиеся атаки. Развивающиеся страны сталкиваются с двумя препятствиями:

- во-первых, у них не существует достаточной защиты от паники, поскольку обычно у них нет четкой и относительно прозрачной системы управления банкротствами, ликвидациями и другими формами решения долговых вопросов.
- во-вторых, международные финансовые рынки недостаточно защищены от самоусиливающейся паники, которая существует на

внутренних рынках (страхование депозитов, функция кредитора последней инстанции и т. д.). Во время глобализации и преждевременной финансовой либерализации экономики развивающихся стран все больше поддаются нестабильности международных финансовых рынков.

Недостаток частичной и неполной либерализации четко проявился в том, что фирмы отыскивали «ходы» в других местах и широко этим пользовались (Cole and Slade, 1996). События в Азии дают важный урок развивающимся странам: если экономика страдает от диспропорций, вызванных неявными и явными государственными гарантиями относительно того, что каждому предоставят помощь для преодоления экономических трудностей, либерализация рынка капиталов еще больше усилит эти диспропорции. Правительственные гарантии о помощи приведут к серьезным проблемам с моральным риском (*moral hazard*) в деятельности банков: они будут иметь соблазн инвестировать чрезмерные средства в более рискованные проекты. Обещание помочь выйти из сложной экономической ситуации вызвано политическими искажениями, которые побуждают правительство к желанию увеличить краткосрочный рост и инвестиции сверх социально оптимального уровня (Corsetti, Pesenti and Roubini, 1998).

Трудности в предвидении кризисов наталкивают на предположение, что специалисты должны сосредоточиться на более скромных целях разработки показателей раннего предупреждения, для того чтобы предотвратить (а не предусмотреть) повторное возникновение кризисов. Для того чтобы создать новый набор показателей раннего предупреждения, экономисты должны сосредоточиться на нетрадиционных дефектах, связанных, например, с финансовой хрупкостью (которая ассоциируется с финансовой дерегуляцией и приливом капитала), спадающей эффективностью инвестиций и высокой краткосрочностью внешней задолженности.

Урок 5: Необходимо поддерживать постоянный дефицит текущего баланса

Ряд авторов утверждают, что кризисы платежного баланса обычно связаны с дефицитом текущего торгового баланса. Кризис в Восточной Азии и некоторые исследования (Frankel, 1998 г.) подтверждают, что необходимо обращать особое внимание на наличие любого дефицита торгового баланса сверх 4% ВВП, особенно если он финансируется таким образом, что может привести к быстрому оттоку капитала. Дисбаланс счета текущих операций может быть менее постоянным, если он вызван значительным торговым дефицитом, нежели значительным отрицательным значением такого элемента как чистый факторный доход из-за границы. В случае Мексики (1994 г.), большой и возрастающий дефицит текущего баланса часто определяют как полную причину кризиса. Азиатский кризис также подтвердил наличие тесной связи между реальным ростом валютного курса, дефицитом текущего баланса и возможным валютным крахом.

Большой дефицит ведет к значительной внешней задолженности, вплоть до момента, когда страна либо становится неплатежеспособной (текущая стоимость потенциального профицита торгового баланса не покрывает внешние обязательства), либо достигает лимита займа (заемщики понимают, что страна не будет иметь никаких стимулов выплатить какие-либо другие дополнительные долги). В случае кризиса в Таиланде макроэкономическая политика должна была бы урегулировать совокупный спрос, предотвратить чрезмерную кредитную экспансию и уменьшить избыточные иностранные сбережения. Это уменьшило бы степень реальной эффективной переоценки валютного курса и дефицит текущего баланса и замедлило бы накопление краткосрочной внешней задолженности по отношению к валютным резервам. Общей чертой многих кризисов стали серьезные макроэкономические диспропорции экономик, где, кроме большого и возрастающего дефицита текущего баланса, имел место также фискальный дефицит, что вело к чрезмерному накоплению государственного или внешнего долга, который, впрочем, становился критическим. Урок понятен: следует избегать значительного дефицита текущего баланса, который финансируется притоками краткосрочного, нехеджированного частного капитала.

Национальные меры, направленные на улучшение механизма предупреждения кризисов, а также управления и принятия решений на уровне государства, должны включать следующие инструменты:

- обеспечение адекватных валютных резервов;
- поддержка здоровой фискальной и монетарной политики;
- введение обоснованного валютно-курсового режима;
- введение упорядоченной либерализации счета операций с капиталом;
- агрессивное регулирование и надзор за финансовой системой для обеспечения осмотрительного управления рисками финансовых институтов.

Хотя сильные макроэкономические показатели являются необходимыми, их недостаточно для предупреждения всех кризисов: для того чтобы справиться с резкими изменениями в ценах на активы и потоках капитала, необходима эластичность финансового сектора. Следовательно, наличие эластичного и здорового финансового сектора является основным фактором избежания кризиса. Он выполняет роль предупредительной меры против заражения, а эластичность позволяет справиться с внешними шоками. В эмпирических исследованиях (Stiglitz, Bhattacharya, 1999) предлагаются меры экономической политики для достижения такой финансовой структуры: пруденциальное регулирование расбалансированности между активами и пассивами и введение стандартов в отношении портфельных инвестиций и займов, соответствующих международным нормам; нормы адекватности капитала, которые, как минимум, соответствуют Базельским стан-

дартам; четкие правила правительствования (governance) для предотвращения выдачи инсайдерам и группам кредитов, не подлежащих кредитной оценке и не соответствующих стандартам платежеспособности; обеспечение прозрачности информации для инвесторов и вкладчиков путем обязательного публичного оглашения финансовой отчетности, которая прошла аудиторскую проверку; ограничение страхования депозитов минимальной долей частных обязательств с целью ограничения условных обязательств правительства в случае кризиса и распределения риска с инвесторами и вкладчиками. Эти меры должны быть дополнены на глобальном уровне мерами, усиливающими контроль над финансовыми институтами, предоставляющими ссуды организациям с высокой долей привлеченного капитала.

4. Выводы и следствия для экономической политики

Факты, приведенные в данной статье, подтверждают, что рост чувствительности рынков развивающихся стран связан с волнообразным ростом притока капиталов и частных инвестиций. Для финансовых кризисов 1990-х гг., без сомнения, были характерны несколько взаимосвязанных явлений, большинство из которых кажутся очень важными для развивающихся стран. Необходимо выделить несколько аспектов полученных уроков:

- факторы, лежащие в основе дисбаланса финансового сектора, можно считать комбинированным следствием внутренней финансовой либерализации, либерализации внешних расчетов по операциям с капиталом, массового притока капитала и недостаточного пруденциального надзора и регулирования финансовой системы;
- если в экономике начался, но не завершился процесс либерализации и реформирования финансового сектора, это приведет к росту хрупкости финансовой системы. Такая система потенциально очень чувствительна к быстрому оттоку капитала. В развивающихся странах финансовые секторы должны правильно функционировать и быть хорошо регулирующими. Банки и другие финансовые институты необходимо хорошо структурировать и правильно ими руководить;
- дисбаланс счета текущих операций возростал, начиная с 1980 г., и стал важным источником нестабильности глобальной макроэкономики. Национальная экономика может серьезно пострадать, если дефицит текущего баланса финансируется за счет накопления внешнего долга в форме краткосрочных, нехеджированных обязательств, деноминированных в иностранной валюте. Азиат-

ские события четко показывают, что дефицит текущего баланса должен финансироваться в основном при помощи прямых инвестиций; тогда, во-первых, такой дефицит будет более стабильным, нежели дефицит, который финансируется краткосрочными «горячими» деньгами (особенно, если они поступают от официальных кредиторов), и, во-вторых, финансовые потоки будут менее волатильными и склонными к оттоку из страны;

- уроки Азии, России и Аргентины показывают, что система раннего предупреждения все еще слаба. Проблема с недавними кризисами заключается в том, что система раннего предупреждения должна сигнализировать о чувствительности к кризису задолго до начала кризиса, тогда как целый ряд показателей сигнализируют о чувствительности лишь непосредственно перед наступлением кризиса;
- развивающиеся страны должны остерегаться внешних займов, которые заключают значительные объемы краткосрочных, деноминированных в иностранной валюте и нехеджированных внешних обязательств. Возможное обесценивание (валютно-курсовой кризис) увеличит реальное бремя долга и будет провоцировать дальнейший финансовый кризис;
- в развивающихся странах, по определению, плохое институциональное развитие. Поэтому начало одного кризиса может также трансформироваться в другие: кризис внешней задолженности, банковского кризиса, валютного кризиса или даже системного финансового кризиса;
- основная черта последних кризисов является результатом финансовых взаимосвязей между странами. Глобализация 1990-х годов стала не лекарством от финансовых кризисов, а их причиной. Изменения в нормах прибыли на активы, вызванные экономическими шоками, приведут к изменениям в аллокации портфельных инвестиций во всех прочих развивающихся странах. Недавние случаи заражения показывают, что финансовые кризисы в странах с малой экономикой имеют опустошительные последствия для стран, экономики которых значительно отличаются по размерам и структуре, с незначительным количеством прямых торговых или финансовых взаимосвязей и с очень ощутимыми и неожиданными последствиями. Последние события свидетельствуют, что заражение наиболее вероятно является причиной крупных и неожиданных оттоков капитала;
- финансовый канал, кроме торгового канала и канала сходства в структуре экономик, является еще одним источником распространения заражения. Учитывая быстрый рост сферы совместного инвестирования, он вполне может стать основным каналом.

Литература

1. Blejer, M. 1998. The Economics of Currency Crises: Models, Indicators and Policy Responses. *Zagreb Journal of Economics*, Volume 2, No. 2, pp. 55–70.
2. Chang, R. and A. Velasco. 1998. Financial Crises in Emerging Markets. NBER Working Paper. No. 6606. June.
3. Chari, V. V. and P. Kehoe. 1997. Hot Money. NBER Working Paper. No. 6007. April.
4. Cole D., Slade B. 1996. Building a Modern Financial System: The Indonesian Experience. Cambridge.
5. Calvo, G. and E.G. Mendoza. 1997. Rational Herd Behaviour and the Globalisation of Securities Markets. mimeo. University of Maryland. November.
6. Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini. 1998. What Caused the Asian Currency Crisis? paper presented to a CEPR/World Bank Conference: Financial Crises: Contagion and Market Volatility. London, May 8–9.
7. Das, D. 1998. Flows and Runs: Capital and Speculation in Emerging Market Economies. Apsem Working Papers. No. 98/3 Asia Pacific School of Economics and Management. Australian National University. Canberra.
8. Esquivel, G. and L. Felipe. 1998. Explaining Currency Crises. mimeo.
9. Frankel, J. A. 1998. The Asian model, the Miracle, the Crisis and the Fund. The U.S. International Trade Commission. April 16.
10. Gerlach, S. and F. Smets. 1995. Contagious Speculative Attacks. *European Journal of Political Economy*. 11, 45–63.
11. Goldstein M. 1998. The Asian Financial Crisis. *International Economics Policy Briefs*. March.
12. Goldstein I. 2005. Strategic Complementarities and Twin Crises, *Economic Journal*. April. Blackwell Publishing.
13. Hall S., A. Taylor. 2002. Spillovers from recent emerging market crises: what might account for limited contagion from Argentina. *Finance Stability Review*. June pp. 128–135.
14. IMF. 1998. Toward a Framework for Financial Stability. Prepared by a Staff Team led by David Folkerts-Landau and Carl-Johan Lindgren. Washington.
15. Kaminsky, G. and C. Reinhart. 1998. The twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of - Payments Problems. mimeo.

16. Krugman, P. 1979. A Model of Banace of Payments Crises. *Journal of Money Credit and Banking* 11. pp.311–325.
17. Krugman, P. 1998. What happened to Asia. Mimeo.MIT.
18. Krugman, P. 1999. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. Preliminary draft. www.mit.edu/people/krugman. January.
19. Masson, P. R. 1998. Contagion - Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria. International Monetary Found.
20. Radelet S. Sachs J.1998. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Harvard Institute for International Development. April 20.
21. Reisen, H. 1999. After the great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows. Policy Brief, No. 16. Paris: OECD Development Centre.
22. Schmukler, S. and J. Frankel. 1996. Crisis, Contagion and Country Founds. unpublished manuscript. University of California. Berkeley.
23. Stiglitz, J., and A. Bhattacharya. 1999. Underpinning for a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm. Paper presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington DC. April 28–30.
24. Strasek, S. and Jagric, T. 2002. Cyclical patterns in aggregate economic activity of Slovene economy. *Appl. econ.* No. 14, 1813–1819.
25. Valdes, R. 1996. Emerging Market Contagion. mimeo. MIT.
26. Wyplosz, C. 1998. Globalised Financial Markets and Financial Crises London. CEPR.

Статья поступила в редакцию 19 сентября 2006 г.