

ЗАМЕДЛЕНИЕ ГЛОБАЛЬНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА: ИТОГИ ФИНАНСОВОГО ГОДА

Bank for International Settlements: 73rd Annual Report (1 April 2002 – 31 March 2003). – Basel: BIS, 2003. – VII, 211 p.

В 73-м ежегодном отчете Банка международных расчетов (Базель, Швейцария) за 2002 финансовый год (с 1 апреля 2002 г. по 31 марта 2003 г.) представлены обзор экономического и финансового положения по регионам мира, анализ государственной денежно-кредитной и финансовой политики, состояния валютных и финансовых рынков, финансового сектора, а также соответствующие прогнозы.

Экономические трудности прошедшего года, отмечается в отчете, связанные с рядом геополитических и финансовых процессов, замедлили рост мировой экономики и породили неопределенность относительно его перспектив. Сильное влияние на экономику европейских стран и стран с формирующимся рынком, выразившееся в падении фондового рынка, сокращении потоков капитала и торговли продуктами высокой технологии, оказали диспропорции в экономике США, служившей основным фактором глобального роста с начала 1990-х годов. Вместе с тем ожидания существенного ухудшения состояния мировой финансовой системы не оправдались, чему способствовали либерализация финансовой политики на фоне низких показателей инфляции и в ряде случаев резкое снижение процентных ставок во многих индустриальных странах. Возможной причиной сохранения устойчивости мировой финансовой системы стали также многолетние усилия международных и национальных органов по совершенствованию ее инфраструктуры и расширение разнообразия источников финансирования.

Наиболее отрадным фактом отчетного периода явилась устойчивость банковской системы в большинстве индустриальных стран (за исключением Японии), где убытки в операциях с корпоративным сектором и снижение доходов от операций на рынках капитала компенсировались, по крайней мере, частично, доходами от операций с сектором домашних хозяйств. Так, в США высокий уровень чистых процентных и комиссионных доходов был достигнут за счет ипотечного рефинансирования и потребительского кредита. В Северной Америке и многих европейских странах продолжали приниматься меры с целью снижения издержек и диверсификации источников дохода.

В то же время состояние других частей глобальной финансовой системы было менее удовлетворительным. Серьезной проблемой в ряде стран Азии является высокая доля просроченных кредитов. Появились проблемы в секторе страховых компаний и пенсионных фондов, особенно в Европе, где многие организации вложили средства в акции с неустойчивым курсом, а не в долгосрочные облигации, т.е. в активы, более соответствующие характеру их обязательств. Другим источником беспокойства явилась неустойчивость финансовых рынков, связанная с такими негативными факторами, как невысокие ожидания прибылей и беспрецедентное число снижений корпоративных рейтингов и даже дефолтов. Отчасти благодаря падению доходности долгосрочных государственных облигаций, стоимость кредита возросла не столь значительно, как

можно было ожидать. Положительным явлением стало также сужение кредитных спредов.

На стабильность финансовой, и особенно банковской, систем повлияли как некоторые циклические (в частности, оживление на жилищном рынке и в потребительском секторе), так и структурные факторы: более сознательное отношение к риску и тщательное управление им со стороны финансовых учреждений. Это проявилось, в частности, в тенденции к трансферу риска из банковской системы на финансовые рынки и с их помощью в небанковские финансовые учреждения. Банки расширили применение таких инструментов, как синдицированные займы, ценные бумаги, обеспеченные активами, обеспеченные долговые обязательства и свопы кредитного дефолта (credit default swaps, CDS) для трансфера кредитного риска другим институциональным инвесторам.

Государственный сектор, помимо своевременных корректировок макроэкономической политики, также сыграл определенную положительную роль в обеспечении финансовой стабильности. Государственные органы многих стран совместно с международными финансовыми институтами и Форумом по финансовой стабильности (Financial Stability Forum) много лет прилагали усилия в направлении улучшения пруденциального регулирования. Был предпринят ряд инициатив, вызванных несовершенствами рынка, проявившимися в скандалах с крупными корпорациями. Многие из этих инициатив отразили принципы, согласованные на международном уровне в результате интенсивных консультаций. Такой процесс взаимодействия должен в конечном итоге привести к значительному сближению международной практики регулирования на основе использования ее лучших образцов.

Важным шагом явилось опубликование Международной организацией комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions) принципов независимости аудиторов и общественного наблюдения за аудиторскими фирмами, направленных на устранение выявившихся недостатков. Имеется также прогресс в достижении международных соглашений по принципам учета и предоставления информации (Меморандум о взаимопонимании между властями США и Советом по международным стандартам финансовой отчетности; начало работы по пересмотру Принципов корпоративного управления ОЭСР).

Промышленно развитые страны (ПРС)

Несмотря на интенсивное стимулирование экономического роста, в 2002 г. объем производства увеличился незначительно (см. табл. 1). Расходы домашних хозяйств оставались стабильными, но инвестиции корпоративного сектора продолжали снижаться. В первом квартале 2003 г. спрос был вялым, однако прогнозы сходятся на том, что к концу года произойдет небольшой подъем активности. Имевшее место в последнее время повышение прибылей, улучшение балансовых показателей корпораций и технический прогресс создали благоприятные условия для оживления капиталовложений. Однако высокое бремя задолженности домашних хозяйств может замедлить рост потребления. Внутренний спрос остается слабым в Японии и в Европе, особенно в Германии.

Инфляция в 2002 г. имела неравномерный характер, она возросла в странах с наиболее высокими темпами экономического роста. В зоне евро индекс цен на основные потребительские товары превысил установленный лимит в 2%, а в США существенно снизился. Есть основания полагать, что темпы инфляции останутся низкими и стабильными, поскольку их чувствительность к циклическим колебаниям объема выпуска продукции в целом снизилась. Перспективы динамики цен на нефть по-прежнему неопределенны. В ближайшее время они могут также колебаться в

зависимости от ряда факторов. Основным вопросом остаются сроки и масштабы возвращения иракской нефти на мировой рынок.

Наблюдающаяся во всем мире тенденция снижения товарных цен вызывает беспокойство аналитиков относительно возможности глобальной дефляции и тех отрицательных последствий, которые могут быть с ней связаны.

Среди других важных проблем, требующих решений на политическом уровне, выделяются возрастание бюджетных дефицитов и вместе с тем потребность в увеличении государственных расходов в связи с процессами старения населения в ПРС. Ключевыми задачами, таким образом, являются совершенствование финансово-бюджетных систем и укрепление государственных финансов.

Продолжающееся с середины 1990-х годов увеличение неравномерности показателей текущих платежных балансов, сопровождаемое изменениями в глобальной структуре сбережений, может привести в будущем к определенным последствиям. В 2002 г. дефицит текущего платежного баланса США возрос почти до 5% ВВП, тогда как в европейских странах и особенно в Японии наблюдалось значительное положительное сальдо, что в определенной мере было отражением слабой динамики роста. Для США основным фактором является рост торгового дефицита, однако впервые со времени первой мировой войны наблюдался также дефицит годового счета чистых доходов от капиталовложений.

Таблица 1

**Экономический рост и инфляция
(среднегодовые изменения в проц.)**

	Реальный ВВП				Потребительские цены			
	1991-2000 гг.	2001 г.	2002 г.	2003 г. (прогноз)	1991-2000 гг.	2001 г.	2002 г.	2003 г. (прогноз)
Ведущие индустриальные страны	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
США	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Зона евро	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Япония	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Великобритания	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Канада	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Австралия	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0

Страны с формирующейся рыночной экономикой

2002 год характеризовался весьма неравномерными темпами роста в этой группе стран, что отражало различия в масштабах спроса и возможностях внешнего финансирования. Относительно устойчивый рост в странах Азии и Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) подкреплялся расширением экспорта (см. табл. 2). В начале 2003 г. рост экспорта азиатских стран, который стимулировался спросом со стороны Китая, замедлился. В Латинской Америке ограниченность финансирования привела к снижению темпов и даже к отрицательному росту, сокращению импорта и дефицитам текущего платежного баланса. Во второй половине 2002 г. значительное реальное обесценение валют способствовало увеличению экспорта и оживлению экономики. Условия внешнего финансирования также улучшились в конце 2002 г. и продолжали улучшаться в первом квартале 2003 года.

Согласно прогнозам, в Латинской Америке ожидается дальнейшее увеличение экспорта, а также устойчивое улучшение условий внешнего финансирования, что должно способствовать некоторому оживлению показателей роста. Страны этого региона сталкиваются с серьезными проблемами экономической политики. В некоторых из них высокое бремя задолженности требует изменения финансовой политики, в других

основная задача состоит в сдерживании инфляционных тенденций. В обоих случаях возможности стимулирования внутреннего спроса будут весьма ограниченными. В то же время в Азии неопределенность геополитических факторов и распространение вируса SARS (атипичной пневмонии) ослабили позиции стран этого региона. В странах ЦВЕ и Африки ожидается увеличение темпов роста. Основная проблема в области экономической политики ряда стран – кандидатов на вступление в ЕС состоит в преодолении значительного дефицита бюджетов.

Для стран ЦВЕ характерна устойчивость их экономического роста, несмотря на его замедление в Западной Европе. Рост экспорта сопровождался увеличением числа стран – торговых партнеров. В 2002 г. усилилась тенденция к росту за счет внутренних факторов, поддерживаемая быстрым расширением потребительского кредита и бюджетных доходов в ряде стран. Другим положительным явлением было дальнейшее снижение уровня инфляции. Ее двузначные показатели наблюдались в России, Румынии, Сербии и Черногории и в Турции, но и в этих странах рост цен в течение года замедлился. Однако ряд признаков указывает на то, что эта тенденция может быть непродолжительной. Среди них прекращение действия фактора снижения цен на продовольственные товары, планируемые корректировки управляемых цен, рост цен на нефть и повышение заработной платы в государственном секторе, воздействующее и на частный сектор.

Таблица 2

Рост ВВП, инфляция и текущий платежный баланс

	Реальный ВВП (годовые изменения, в проц.)			Потребительские цены (годовые изменения, в проц.)			Сальдо текущего платежного баланса (в проц. к ВВП)		
	1998- 2001 гг. (в среднем)	2002 г.	2003 г.	1998- 2001 гг. (в среднем)	2002 г.	2003 г.	1998- 2001 гг. (в среднем)	2002 г.	2003 г.
Азия ¹	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
Китай	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Индия	5,5	4,4	5,8	5,2	2,3	4,9	-0,8	0,7	0,3
Индонезия	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,5	4,6	4,1	3,0
Ю.Корея	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Малайзия	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Латинская Америка ²	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Аргентина	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Бразилия	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Чили	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
ЦВЕ ³	2,8	3,5	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Чешская Респ.	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Венгрия	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Польша	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
Россия	3,9	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4

¹ Средневзвешенные показатели по десяти странам (Китай, Гонконг, Индия, Индонезия, Южная Корея, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Тайвань, Таиланд).

² Средневзвешенные показатели по семи странам (Аргентина, Бразилия, Чили, Колумбия, Мексика, Перу, Венесуэла).

³ Средние показатели по восьми странам (Болгария, Хорватия, Чешская Республика, Венгрия, Польша, Румыния, Словакия, Словения).

Денежно-кредитная политика в ПРС

Важность денежно-кредитной политики определялась скромными показателями оживления экономической активности в 2002 г. и риском ее резкого падения в условиях

возрастания неопределенности. Ее задачи были связаны с кредитной поддержкой потребительских расходов, противодействием негативным финансовым процессам конца 2002 г. и укреплением доверия в условиях геополитических рисков начала 2003 года.

В США в условиях затяжных диспропорций, серьезно осложнявших перспективы устойчивого экономического оживления, Федеральная резервная система (ФРС) удерживала базовую процентную ставку на стабильном уровне, лишь однажды снизив ее в конце 2002 г. Европейский центральный банк (ЕЦБ) сначала сохранял процентные ставки на относительно высоком уровне, учитывая необходимость сдерживания инфляции, но затем снизил их в начале 2003 г. в виду неожиданного замедления темпов экономического роста.

В рассматриваемый период позиция ЕЦБ в области денежно-кредитной политики подвергалась критике за чрезмерную жесткость, особенно в сравнении с ФРС, однако эта позиция объяснялась большим вниманием к обеспечению стабильности цен и различными экономическими условиями в США и зоне евро. В мае 2003 г. ЕЦБ объявил о намерении удерживать инфляцию на уровне примерно 2% в среднесрочном аспекте, а также подтвердил, что его политика будет базироваться на двух основополагающих подходах, соответствующих двум различным временным горизонтам. Ценовые риски в кратко- и среднесрочном аспекте будут оцениваться на основе широкого экономического анализа и прогноза, а средне- и долгосрочные инфляционные тенденции – на основе анализа денежно-кредитных показателей.

Особые условия сложились в Японии, где экономика подавала признаки стабилизации, однако перспективы оставались весьма неопределенными, а индекс потребительских цен снизился примерно на 1%, что заставило Банк Японии предпринять ряд мер по противодействию дефляции. В других ПРС экономические условия характеризовались большей неоднозначностью. Некоторые центральные банки были вынуждены ужесточить политику процентных ставок в связи с возрастанием инфляционного давления.

Несмотря на широко распространенные ожидания повышения темпов экономического роста при низком уровне инфляции, экономика ПРС остается неустойчивой. Этому способствует вероятность более продолжительного периода ее вялой динамики. При таком сценарии угроза дефляции может распространиться не только в Азии, но и за ее пределами. Японский опыт показывает важность взаимодействия между денежно-кредитной, финансовой политикой и политикой пруденциального регулирования. Учитывая это обстоятельство, одним из направлений политики центральных банков может стать систематическое и заблаговременное рассмотрение совместно с другими органами возможных мер, направленных против дефляционных факторов.

Валютные рынки

Наиболее примечательной тенденцией валютного рынка в рассматриваемый период явилось ослабление доллара США. Доллар обесценился прежде всего по отношению к евро и, в меньшей степени, по отношению к иене, однако постепенно он падал и по отношению ко все большему числу валют. На фоне слабых показателей роста и продолжающегося падения курсов акций разница в процентных ставках вновь стала играть роль важного фактора динамики валютных курсов. Другими ведущими факторами послужили увеличение дефицита текущего платежного баланса США и изменения в структуре его финансирования, означавшие повышение премии за риск в операциях с американскими активами.

Анализ 28 основных эпизодов изменения состояния дефицитности текущего платежного баланса в сторону достижения равновесия по большому числу ПРС в период с 1973 г. показал, что такие изменения были связаны с замедлением экономического роста (в среднем на два процентных пункта) и с относительно незначительным обесценением валюты (снижением реального валютного курса в среднем на 4%). Замедление роста, как правило, сопровождалось сокращением инвестиций. Кроме того, анализ показал наличие определенного порога дефицитности: обратная тенденция начиналась при достижении уровня 4-5% ВВП.

США отличаются от других стран двумя основными чертами: во-первых, доллар является ведущей резервной валютой, в результате чего значительная часть инвестиционных портфелей резидентов других стран размещается в долларовые активы; во-вторых, устойчивый разрыв в доходности международных активов и обязательств позволял США до последнего времени иметь положительный чистый доход по этим статьям, несмотря на возрастание внешней задолженности. Это означает, что США располагают большими возможностями финансирования дефицита текущего платежного баланса, чем другие страны, и процесс его корректировки может быть иным.

Анализ явлений, происходивших в США во второй половине 1980-х годов, и их сопоставление с текущей ситуацией показывает, что в тот период падение доллара сыграло более существенную роль в достижении равновесия платежного баланса. В 1985-1987 гг. резко снизился как номинальный, так и реальный эффективный курс доллара (соответственно на 35% и 27%). Сегодняшняя ситуация отличается от ситуации 1980-х годов. Одно из отличий состоит в том, что основным источником дефицита текущего платежного баланса служит не государственный, а частный сектор и сектор домашних хозяйств, в которых отмечается недостаточный уровень сбережений. Существенно возросли потребности в обслуживании внешнего долга и, очевидно, они будут расти еще быстрее в будущем. Тот факт, что возрастающая доля основного капитала США теперь принадлежит нерезидентам, дает основания прогнозировать тенденцию к росту склонности к сбережению.

Другое отличие касается ситуации в других ведущих экономиках. В конце 1980-х годов Европа и Япония развивались быстрыми темпами и были способны с относительной легкостью поглощать дефицит платежного баланса США. Сегодня положение изменилось: требуются более значительные усилия со стороны США. Кроме того, в настоящее время почти половина дефицита текущего платежного баланса США приходится на страны, валюты которых тесно привязаны к доллару. В результате валюты с более свободно колеблющимся курсом (в особенности иена и евро) оказываются под давлением к повышению. Поскольку европейские и японские инвесторы располагают значительными долларовыми активами в США, заметное обесценение доллара может негативно отразиться на их экономических позициях. Все это может еще сильнее замедлить рост и усложнить проблему американского дефицита.

Еще одно отличие от 1980-х годов заключается в том, что доллар больше не является единственной резервной валютой. Однако при сложившихся предпочтениях и продолжающемся использовании доллара как расчетной единицы в международной торговле завоевание евро прочных позиций в качестве резервной валюты может потребовать значительного времени.

В целом сегодня налицо более существенные риски для экономического роста в США и для доллара. Однако наряду с этим есть и более существенные положительные факторы, в том числе вероятность более высоких темпов роста производительности в США по сравнению с другими странами. Наличие значительных резервов производственных мощностей в американском секторе, производящем пользующиеся спросом товары, также означает, что значительное перемещение ресурсов может быть

приведено в действие с помощью относительно незначительных изменений валютного курса. Таким образом, чувствительная коррекция диспропорций текущего платежного баланса США остается вероятной, в то же время нельзя с уверенностью прогнозировать поведение доллара, сходное с динамикой 1980-х годов.

Ряд валют европейских стран, не входящих в Европейский валютный союз, а также австралийский, канадский и новозеландский доллары поддерживались благодаря разнице в процентных ставках по сравнению с активами, номинированными в долларах США и евро. Повышение их курсов, кроме того, согласовывалось с относительно благоприятными экономическими показателями соответствующих стран. Поиск международными инвесторами прибыльных сфер вложения капитала, наряду с различными внутренними факторами, послужил также поддержкой валютам некоторых стран с формирующимся рынком.

Финансовые рынки

Наиболее существенной чертой глобальных финансовых рынков в 2002 г. явилась дальнейшая потеря доверия инвесторов. Главными факторами здесь послужили получившие огласку нарушения в практике корпоративного финансового учета и пессимизм в отношении подъема экономики. Глобальная потеря доверия привела к снижению курсов акций и сопровождающему его резкому повышению премий за принятие риска. За предшествующие два года индекс MSCI World упал на 31%, тогда как только за период с апреля 2002 г. по март 2003 г. – на 23%, а мировой показатель рыночной капитализации уменьшился почти на 13 трлн. долл. Таким образом, падение глобального рынка продолжилось третий год подряд, а убытки инвесторов превысили показатели двух предшествующих лет. Последние, однако, были частично компенсированы оживлением фондовых рынков весной 2003 г.

В рассматриваемый период жертвой потери доверия стал не только рынок акций, но и рынок корпоративных облигаций. В середине 2002 г. кредитные спреды (credit spreads) достигли самого высокого уровня за последнее десятилетие. Неблагоприятные условия заимствования привели к заметному сокращению объема мобилизации капитала. Кроме того, эмиссия сдерживалась стремлением корпораций укрепить свои балансы и устранить последствия предшествующего бума на фондовом рынке. В то же время в условиях, когда инвесторы находились в поиске более прибыльного вложения капиталов по сравнению с государственными облигациями, эти усилия корпораций способствовали восстановлению доверия на рынках кредита. В результате в конце 2002 г. на рынке корпоративных облигаций произошло существенное оживление, которое продолжалось и в течение первой половины 2003 года.

В настоящее время рынки акций и рынки кредита, а также сегменты внутри последних интегрированы в значительно большей степени, чем в прошлом. Такая интеграция улучшает процесс выявления цен финансовых инструментов, способствуя коррекции цен на различных финансовых рынках в зависимости от новой информации, но одновременно может вести к появлению новых слабых мест. Интеграции способствует применение моделей кредитного риска, которыми, в отличие от институциональных инвесторов, опирающихся на кредитные рейтинги, широко пользуются хедж-фонды, а влияние их инвестиционных стратегий и методов управления рисками в ряде сегментов рынка становится все заметнее.

Связи между рынками укрепляются также в результате развития инструментов трансферта кредитного риска, прежде всего производных кредитных инструментов (дериватов) и соответствующих рынков. До применения кредитных дериватов рынки кредита были одними из наименее ликвидных финансовых рынков, а курсовая динамика корпоративных облигаций часто определялась временными или единичными факторами.

Развитие рынков кредитных дериватов, в особенности свопов кредитного дефолта (CDS)¹, являющихся, по существу, договором страхования, защищающим от убытков в результате дефолта, снизило издержки использования корпоративных обязательств. Росту ликвидности рынка CDS способствуют совместные усилия его участников по стандартизации условий контрактов.

Неустойчивость основных финансовых рынков распространилась в рассматриваемый период и на страны с формирующейся рыночной экономикой. Большую роль играли политические события, однако определяющим фактором, по всей видимости, послужили изменения в отношении глобальных инвесторов к рискованным операциям. В середине 2002 г. расширение спредов затронуло даже высоконадежные кредиты, и страны, обремененные внешней задолженностью, потеряли доступ к международным рынкам ссудного капитала. В начале 2003 г. активный поиск инвесторами более доходных активов заметно убавил их стремление к отказу от активов с низкой надежностью. Тем не менее условия заимствования оставались подверженными ухудшению.

Рассмотренные явления, по всей видимости, не затронули рынки финансирования жилищного строительства. Цены во многих случаях продемонстрировали удивительную устойчивость в течение трех лет, следующих за последним по времени пиком цен на фондовых рынках, тогда как в прошлом они начинали падать примерно через два года. Однако, если в прошлом в подобных ситуациях денежно-кредитные власти принимали решение о повышении процентных ставок в целях снижения инфляции, то сегодня, когда инфляция менее заботит центральные банки, они снизили базовые ставки, поддерживая тем самым цены на жилищном рынке.

Финансовый сектор

В рассматриваемый период в большинстве ПРС воздействие отрицательных факторов на финансовые системы усилилось, надежды на оживление экономики оказались преждевременными, продолжилось падение курсов акций. Однако финансовые институты, как правило, успешно выдержали экономический спад, который в большинстве стран не привел к сокращению кредитования.

Если в целом коммерческие банки показали хорошие результаты, то в показателях по странам и по направлениям деятельности наблюдались значительные различия (см. табл. 3). В США, несмотря на сложные условия, деятельность банков была успешной, что привело к относительному росту курсов их акций по сравнению общими показателями фондового рынка. Так, потери по ссудам почти не изменились с 2001 г., а показатели надежности несколько улучшились. Устойчивость потребительских расходов домашних хозяйств обеспечила необходимый уровень потребительского кредита, а продолжившееся развитие жилищного строительства поддержало рост ипотечного финансирования.

Европейские банки в целом были менее успешными, тем не менее как процентные, так и непроцентные доходы оставались на достаточно высоком уровне и отчисления в резервы на покрытие потерь увеличились лишь незначительно. В ряде случаев обеспечению прибыльности банков способствовали успехи в снижении

¹ Свопы кредитного дефолта, или свопы неуплаты кредитной задолженности (credit default swaps, CDS) дают возможность выделить кредитный риск от других рисков, заключенных в финансовом инструменте, и осуществлять с ним самостоятельные торговые операции. При контракте CDS покупатель кредитной защиты выплачивает продавцу этой защиты периодические комиссионные, аналогичные спреду между доходностью ценной бумаги, подверженной риску дефолта, и процентной ставкой, свободной от риска. В случае дефолта основного заемщика, покупатель, как правило, передает продавцу долг заемщика в обмен на единовременно выплачиваемую сумму, равную номинальной стоимости долга.

издержек, достигнутые за счет инвестиций в технологию, реструктуризации и рационализации операций, которые проводились в связи со слияниями во второй половине 1990-х годов.

Основным исключением из этой ситуации оказалась Германия, где циклические факторы и хронические структурные слабости (фрагментарность банковской системы и конкуренция со стороны значительного числа государственных региональных учреждений) привели к обострению проблемы прибыльности и к недостаточности резервов. В других странах банки, как правило, сохранили показатели прибыльности на более высоком уровне, что отчасти объясняется проведенной ранее реструктуризацией базовых издержек. В отличие от предшествующих периодов циклических спадов прибыльность и структура капитала мало пострадали от убытков за счет снижения надежности кредитов.

Финансовая система Японии, по общему мнению, продолжает испытывать серьезные трудности. Одновременно японские банки начали проводить более активные меры для решения проблем просроченных ссуд, чему способствовало введение новых норм регулирования.

Таблица 3

Прибыльность ведущих банков
(в проц. к средней величине совокупных активов)

	Прибыль до уплаты налогов			Расходы на формирование резервов			Чистый процентный доход			Операционные издержки		
	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.
США (10) ¹	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Япония (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Германия (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Великобритания (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Франция (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Италия (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Канада (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Испания (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Австралия (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Швейцария (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Швеция (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

¹ Цифры в скобках означают количество банков, включенных в расчет.

Во всех странах крупные розничные банки испытали падение прибылей от операций на рынках капитала. Причиной послужило состояние нефинансового сектора, где низкие курсы акций, слабая инвестиционная активность, а также усилия предприятий по укреплению балансов препятствовали слияниям, приобретениям и первоначальным публичным размещениям акций. Кредитование домашних хозяйств, напротив, во многих странах оставалось на относительно высоком уровне, обеспечивая общий рост объемов кредита и прибылей тех учреждений, которые занимались этими видами операций. Кроме того, доходность поддерживалась за счет проведения банками постоянных мер по повышению эффективности и снижению издержек.

Страховые компании в целом оказались в худшем положении из-за существенных потерь по принадлежащим им пакетам ценных бумаг. Причинами низких прибылей от инвестиций послужили, прежде всего, снижение курсов корпоративных акций и облигаций, а также значительное падение доходности новых инструментов с фиксированным доходом. Эти потери в сочетании с низкими операционными доходами вынудили некоторые фирмы сократить дивиденды или эмитировать новые ценные

бумаги для укрепления баланса. В ряде случаев произошло снижение кредитного рейтинга страховых компаний и банкротство более мелких компаний.

Устойчивость банковского сектора, контрастирующая с существенным ухудшением положения нефинансового сектора, объясняется как циклическими, так и структурными факторами. Нетипичный характер экономического спада, гибкая денежно-кредитная политика, устойчивый рост расходов на жилищное строительство и отсутствие падения цен на объекты имущества способствовали не только сдерживанию роста потерь по ссудам по сравнению с предшествующими циклами, но и увеличению доходов от кредитных операций с домашними хозяйствами.

Основным структурным фактором, послужившим причиной смягчения последствий спада, явилось расширение использования традиционных торгуемых долговых инструментов и банковских синдикатов для предоставления кредита, способствующих рассредоточению кредитного риска по финансовой системе. Более того, способность финансовых учреждений управлять риском повысилась благодаря развитию новых механизмов трансферта кредитного риска. Рассредоточению риска способствовали развитие существующих и появление новых финансовых рынков, в том числе рынка корпоративных облигаций, рынка синдицированных кредитов, рынков ценных бумаг, обеспеченных активами, и рынков кредитных дериватов. Эти рынки открывают возможности и для международного трансферта риска. Дополнительным фактором послужила более прочная, чем в прошлом, база собственного капитала банковского сектора, сложившаяся к началу текущего спада в результате ужесточения нормативов регулирования и длительных предшествующих усилий по ее расширению.

Отмеченные факторы устойчивости финансового сектора указывают и на потенциальные источники его уязвимости. В перспективе в случае продолжительного периода слабой динамики экономического роста способность финансовых учреждений и рынков абсорбировать потери подвергнется дальнейшему серьезному испытанию. Дальнейшее падение курсов акций может подорвать платежеспособность страховых компаний и пенсионных фондов, а снижение цен на объекты имущества – причинить ущерб сектору домашней и коммерческой недвижимости и осложнить положение кредиторов.

Проявившаяся в рассматриваемый период устойчивость финансового сектора отражает положительное влияние на финансовую систему альтернативных каналов финансирования на основе обращаемых на рынке инструментов и балансового перераспределения ресурсов, обеспечивающих более гибкую реакцию на ухудшение экономических условий. Многоканальные системы финансирования, однако, выдвигают новые задачи перед органами пруденциального регулирования и надзора, поскольку повышают сложность функционирования отдельных финансовых учреждений и интенсифицируют взаимосвязи между учреждениями и рынками.

Перспективы сбалансированного глобального роста

В ближайшем будущем перспективы экономического роста будут в значительной мере определяться двумя параметрами: склонностью к сбережению и склонностью к принятию риска.

Особое значение имеет динамика сбережений в США, поскольку эта страна на протяжении десятилетия играла непропорционально значительную роль в качестве источника роста глобального спроса. Представляется вероятным, что долговременная тенденция снижения нормы сбережения в США, а также и в некоторых других странах, сопровождаемая ростом внутреннего и внешнего долга, может повернуться вспять, ограничивая тем самым внутренние расходы в этих странах и экспортные возможности других стран. Продолжение осуществления экспортноориентированных стратегий

(прежде всего, странами Азии) в целях стимулирования спроса в условиях повышения нормы сбережения может превратиться в общее препятствие для роста. При таком развитии событий и с учетом низкого уровня инфляции существует вероятность более широкого распространения проблем дефляции.

Другим фактором, определяющим краткосрочные перспективы, является отношение инвесторов к риску. С одной стороны, несовершенство корпоративного управления и возникшее в этой связи недоверие к финансовой отчетности, потери капитала и уязвимость принимающих риск финансовых учреждений могут понизить склонность к принятию риска и у кредиторов, и у заемщиков и препятствовать подъему. С другой стороны, недавнее оживление на фондовых рынках и значительное сокращение корпоративных спредов может означать возрождение склонности к риску.

С большей уверенностью можно говорить о том, что долгосрочные перспективы более сбалансированного роста будут в определенной мере зависеть от изменения политики в тех ПРС, которые испытывают глубокие структурные проблемы. И в Германии, и в Японии возможности применявшихся для их решения финансовых инструментов и политики экспортноориентированного роста, по всей видимости, исчерпаны. С подобными проблемами сталкиваются и многие другие страны. Выход на мировые рынки стран с формирующейся рыночной и переходной экономикой и использование ими современных методов производства уже привели к резкому росту производительности и к тенденции снижения товарных цен. Это обуславливает необходимость ускорения развития экономики услуг в ПРС, создания новых рабочих мест в новых секторах.

Стабильность финансовой системы связывается с ее превращением в более рыночноориентированную систему. Доля кредитных ресурсов, предоставляемых банками, в их общем объеме, существенно снизилась, что особенно характерно для США. Финансовые рынки предоставляют заемщикам все более разнообразные каналы финансирования, распределяют потери, расширяя использование инструментов трансферта риска, делают более доступной и дешевой для пользователей ценообразующую информацию. Тем не менее было бы наивным полагать, что эта система освободилась от присущих ей слабостей. Ее удовлетворительное на сегодняшний день состояние не должно внушать успокоенность относительно будущей монетарной и финансовой стабильности.

Прошедшее десятилетие обнаружило своего рода парадоксальное явление. Политика денежно-кредитной стабилизации, предполагающей низкий уровень инфляции, оказалась весьма успешной в большинстве ПРС, а также во многих других регионах, включая страны ЦВЕ. Одновременно бремя финансовых кризисов возросло, ряд стран пострадали от чрезмерной кредитной экспансии, биржевых "мыльных пузырей", балансовых проблем, отразившихся на финансовой системе. Ясно, что стабильность цен при всех ее преимуществах недостаточна для обеспечения финансовой стабильности. Этот вывод подтверждается возможностью дефляции, чреватой экономическим спадом.

В качестве одной из возможных причин финансовой нестабильности последнего времени отмечаются последствия проводившейся во многих странах политики дерегулирования и либерализации финансовых систем, в результате чего эти системы, становясь более эффективными с точки зрения распределения ресурсов в данный момент времени, одновременно во временной перспективе оказываются более уязвимыми для циклических кризисов. Снижение уровня инфляции может вызывать ожидание более стабильных темпов роста и поступлений доходов, что при одновременном снижении номинальных и реальных процентных ставок может стимулировать более агрессивные инвестиционные стратегии, которые также способны

повысить вероятность кризисов. Со временем подобные тенденции в рамках частного сектора должны ослабевать, а способность государственного сектора к их сдерживанию усиливаться.

В этой связи одна из широко обсуждаемых мер в области денежно-кредитной политики состоит в придании ей упреждающего характера с целью смягчения колебаний в рамках кредитных циклов. Другое возможное направление – повышение роли пруденциального регулирования. Важным шагом могло бы послужить применение нового Базельского соглашения о достаточности капитала (Базель-2), сопровождаемое совершенствованием управления риском. Дальнейшие изменения в формировании резервов и других методах накопления капитала также могли бы быть полезными. Эти подходы, однако, не свободны от недостатков. Так, повышение процентных ставок, достаточное для нейтрализации чрезмерных ожиданий в отдельных секторах экономики, может обернуться разорением других. Эксцессы в поднадзорных финансовых учреждениях легче поддаются устранению, чем на финансовых рынках, но именно последние приобретают все большую роль в качестве источников кредита. Кроме того, информация о перемещении кредитного риска в рамках финансовой системы все еще весьма ограничена. В любом случае потребуются направить большее внимание органов финансового регулирования не на защиту потребителя, а на смягчение системных рисков.

Бесспорно то, что институциональная основа финансовой системы нуждается в дальнейшем укреплении. В международных докладах последнего времени подчеркивается необходимость решения таких проблем, как снижение рисков международных расчетов по операциям с ценными бумагами, реализация соглашения о выработке единых международных стандартов финансовой отчетности, установление международных принципов надзора за аудиторскими фирмами, выявление и устранение конфликтов интересов в системе корпоративного управления в целом и в финансовых учреждениях в особенности. Если доверие к капиталистической системе имеет решающее значение для ее эффективного функционирования, нарушители должны нести наказание.

Помимо превентивных мер необходима выработка политики, имеющей целью устранение последствий нарушения стабильности, применение взаимодополняющих ее направлений. Это, в свою очередь, вызывает необходимость координации действий денежно-кредитных и финансовых органов. В идеале правительство должно решить, какой уровень риска оно готово принять на себя, затем должен решаться вопрос о распределении риска между правительством и центральным банком. Опасения относительно политических ограничений независимости центрального банка могут быть устранены с помощью четкой схемы определения целевых показателей инфляции.

В области финансовой политики целесообразность ее либерализации должна зависеть от масштабов задолженности и уровня налогообложения, а не от размеров бюджетного дефицита. В этом плане некоторые европейские страны испытывают неприятные последствия из-за того, что меры по ужесточению финансовой политики не были предприняты в период более благоприятной экономической ситуации. Особое значение имеют способы, с помощью которых правительство стимулирует экономику и финансирует рост бюджетного дефицита. Здесь также ключевую роль играет межведомственная кооперация.

Реализация любых структурных изменений всегда встречает определенные политические трудности. Более гибкие экономики обладают преимуществами в темпах роста, уровне занятости и адаптивности к экономическим потрясениям. Недавние заявления правительств ряда стран Азии и Европы указывают на явное стремление к получению выгод за счет структурных реформ и, в то же время, на наличие сильного

сопротивления. Поэтому сегодня от них требуется, прежде всего, политическая смелость и решительность.

Автор реферата – И.Г.Минервин,
канд. экон. наук, ИНИОН РАН