

## **МВФ: УПРАВЛЕНИЕ ПОТОКАМИ КАПИТАЛА**

В обзоре представлены материалы, характеризующие деятельность Международного валютного фонда (МВФ) по регулированию резких изменений в движении краткосрочного капитала, особенно сильно сказывающихся на экономике и финансах стран с формирующейся рыночной экономикой.

К. Говагимян (С. Novaguimian), сотрудница Банка Англии, исследует роль МВФ как кредитора в последней инстанции для стран, переживающих кризис суверенного долга. В 1990-е годы кризисы внешней задолженности, связанные с движением краткосрочного капитала, были характерны для многих стран с формирующейся рыночной экономикой (СФРЭ). Такой кризис возник, например, в Таиланде в 1997 г., когда чистый отток частного капитала составил 5,3% ВВП после двух лет интенсивного притока капитала в страну (в объеме 11,8% и 9,2% ВВП).

Масштаб и последствия подобных колебаний диктуют необходимость выработки соответствующей государственной политики. Сами страны, оказавшиеся в кризисе, не располагают ресурсами, достаточными для его преодоления. Что же касается МВФ, то специалисты сомневаются в целесообразности выполнения этой организацией роли международного кредитора в последней инстанции (КПИ) и в том, что она располагает возможностями для предоставления оказавшимся в кризисе странам ликвидных средств в масштабе, сопоставимым с оттоком капитала.

В качестве альтернативы вышеназванной политике в последние годы МВФ зачастую выступал в роли частичного КПИ, предоставляя странам займы, обусловленные реализацией специальных программ преодоления кризиса. Цель таких займов – восстановить доверие рынка, приостановить отток и стимулировать приток капитала в частный сектор указанных стран. Данный подход к преодолению кризисов базируется на теоретической посылке относительно «катализирующего эффекта» кредитной политики МВФ на движение частного капитала.

Масштаб кредитных вливаний со стороны МВФ (учитывая, что он действовал лишь отчасти как КПИ) в последние годы был очень большим. Например, Бразилия получила в 2002 г. от МВФ рекордную финансовую помощь, предназначенную для преодоления кризиса, в 30 млрд. долл. Итогом столь активной деятельности МВФ стал существенный рост непогашенных долгов стран-реципиентов, несмотря на сокращение числа программ помощи со стороны Фонда.

При всей привлекательности (особенно для политиков, ответственных за принятие решений) концепции «катализирующего эффекта» кредитов МВФ результаты ее реализации не оправдали ожиданий.

Теоретически программа помощи МВФ оказывает воздействие на внутреннюю политику страны-реципиента через два канала: 1) посредством финансовой помощи как таковой и 2) посредством определения условий предоставления кредитов (политический канал). Роль этих каналов различна: кредиты оказывают прямое воздействие на приток частного капитала в ту или иную страну, тогда как условия кредитования – косвенное.

Кризисы платежных балансов в СФРЭ имеют много общего с внутренними банковскими кризисами. Отсутствие необходимой координации в деятельности кредиторов может осложнить проблему ликвидности, с которой сталкиваются страны с

высокой задолженностью по краткосрочным обязательствам. Одним из способов ее разрешения может стать финансовая помощь со стороны МВФ, действующего в качестве международного КПИ. На практике, однако, Фонд не вправе действовать так же, как центральный банк во время внутреннего банковского кризиса. В частности, МВФ не может предоставлять неограниченную помощь в форме ликвидных средств. Имеющиеся в его распоряжении собственные ресурсы и потенциал заимствований не превышают 10% суммы непогашенного внешнего долга стран со средним уровнем национального дохода. Согласно последним исследованиям, Фонд не способен предоставить кредиторам убедительные гарантии погашения их займов и тем самым приостановить бегство капитала из страны. В ряде других исследований отмечается, что «катализирующий эффект» может работать лишь при определенных обстоятельствах.

Что же касается политического воздействия МВФ (в форме условий кредитования стран, переживающих кризис), то оно, теоретически, должно содействовать притоку частного капитала в эти страны благодаря, во-первых, информационным преимуществам Фонда на рынке капитала и, во-вторых, высокопрофессиональной помощи при выработке антикризисной политики.

На основе ряда исследований делается попытка оценить «катализирующий эффект» кредитов со стороны МВФ путем сопоставления реального притока в «кризисные» страны частного капитала с притоком, намеченным в программах Фонда. В выборку включены четыре страны – Аргентина, Бразилия, Турция и Уругвай как страны, наиболее часто прибегавшие к крупномасштабной помощи со стороны МВФ в 2000-2002 гг. Для всех этих стран характерен чрезвычайно высокий уровень заимствований – в размере 500% квоты в уставный капитал Фонда и более. Программа помощи Уругваю первоначально составляла 97% квоты этой страны, однако позднее была увеличена до 700%. Финансирование четырех стран со стороны МВФ (в целом по 10 программам) было очень значительным не только в абсолютном, но и в относительном выражении – доле в общей сумме потребности указанных стран во внешних заимствованиях.

Тем не менее, фактический приток капитала в страны в анализируемый период был ниже намеченного в программах Фонда. Средняя ошибка прогноза сальдо счета движения капитала по ключевым четырем программам составила 11,0% ВВП (по всем 10 программам – 7,1%). Прогнозы МВФ относительно текущих платежных балансов указанных стран были более точными. Средняя ошибка здесь составила 2,2% ВВП (по всем программам – 3,5%).

Итак, чрезмерный оптимизм в отношении притока капитала в кризисные экономики, равно как и более значительный (по сравнению с ожидаемым) отток капитала оттуда, ставят под сомнение эффективность прогнозирования финансовой помощи МВФ. Создается впечатление, что страны-реципиенты не способны реализовать программы Фонда и что сами программы плохо разработаны. Несмотря на крупные размеры, кредиты МВФ не оказывают желаемого эффекта на движение частного капитала.

Еще один момент, влияющий на частных инвесторов, это то, как страны-реципиенты выполняют политические требования Фонда. Согласно данным МВФ, свыше 40% всех утвержденных в 1992-1998 гг. кредитов «стэнд-бай» были прекращены и примерно одно из каждых четырех условий предоставления этих кредитов не было выполнено. Следовательно, считают некоторые исследователи, требования МВФ не являются ключевым фактором, определяющим процесс принятия решений частными инвесторами.

Важным фактором, влияющим на поведение частных инвесторов, является воздействие политики МВФ на перспективы экономического развития стран-реципиентов. Некоторые исследователи указывают в этой связи на то, что финансируемые Фондом программы структурной перестройки предусматривают

серьезные бюджетные ограничения и высокие процентные ставки, что может затормозить рост экономики и приток иностранных инвестиций. Кроме того, при выработке кредитной политики МВФ зачастую не учитывает в достаточной мере специфические потребности страны-заемщика. Этим объясняется тот факт, что некоторые страны постоянно обращаются к Фонду за новой помощью. За 1971-2000 гг. таких стран было 51, причем в каждой из них программа помощи МВФ действовала не менее 7 лет в течение каждых десяти лет. Можно ожидать, считает автор, что политическое воздействие программ помощи МВФ на внутреннюю политику стран-реципиентов будет и дальше ослабевать.

Такие выводы подтверждаются исследованиями, проведенными в последние годы на основе моделей взаимодействия «кредитного» и «политического» способов влияния МВФ на страны-реципиенты. А. Пеналвер (A. Penalver, 2003), С. Моррис и Х. Шин (S. Morris, H. Shin, 2003), Г. Корсетти (G. Corsetti, 2003) и др. пришли к выводу, что программы помощи МВФ могут содействовать более масштабным реформам, чем те, которые имели бы место в случае отсутствия этих программ. Однако «катализирующий эффект» работает при весьма ограниченных и специфических условиях. Он обнаруживается, в частности, при относительно крупных потрясениях, когда помощь МВФ может содействовать усилиям принимающей страны, т.е. служит дополнением к принимаемым правительством мерам и позволяет предотвратить дефолт.

Гораздо чаще эффективность кредитов МВФ невысока. Например, при очень сильном шоке интервенция МВФ (посредством финансирования и политики регулирования) не может коренным образом изменить развитие экономического кризиса. В случаях, когда должник неплатежеспособен, рост частных инвестиций в ответ на программу помощи МВФ, скорее всего, отражает моральный риск кредитора. Другой пример – не столь суровое потрясение, при котором кредиты МВФ служат субститутом собственных усилий страны-реципиента (в рамках политики регулирования) и частных кредитов. Отсутствие адекватной внутренней политики (моральный риск должника) подрывает действие «политического канала» влияния МВФ; более того, кредиты Фонда могут ассоциироваться в этом случае с неэффективными реформами.

Выводы теоретических моделей, исследующих воздействие кредитной деятельности МВФ на движение частного капитала, подтверждаются эмпирическими данными. Согласно последним, когда, несмотря на помощь МВФ, ситуация в стране-должнике продолжает ухудшаться и страна становится неплатежеспособной, маловероятно, что эта помощь была достаточной для восстановления доверия инвесторов в ближайшем будущем. У более крупных программ МВФ есть больше шансов восстановить это доверие, но они увеличивают моральный риск, который несут как частные кредиторы, так и страна-должник. Это обуславливает необходимость более серьезной перестройки платежного баланса страны-реципиента и увеличения помощи со стороны Фонда. В будущем, как считает К. Говагимян, лица, принимающие политические решения, должны учитывать уменьшающееся значение «катализирующего эффекта» помощи МВФ. Автор делает вывод, что программы помощи МВФ должны разрабатываться более тщательно и быть более селективными в тех случаях, когда они нацелены на корректировку движения частного капитала.

6-7 ноября 2003 г. в рамках МВФ состоялись научная конференция и экономический форум, посвященные соответственно изучению механизма управления движением капитала и проблемам выработки политики, направленной на преодоление негативных последствий изменений движения капитала в СФРЭ.

С. Эдвардс (S. Edwards) из Калифорнийского университета проанализировал случаи за период 1970-2001 гг., когда в СФРЭ возникали кризисы платежного баланса, и способы урегулирования этих кризисов. Он констатировал, что подавляющее

большинство стран сталкивались в рассматриваемый период с кризисами, но лишь в редких случаях крупные дефициты платежных балансов сохранялись в течение многих лет подряд. Резкие изменения в состоянии платежных балансов ассоциировались с «внезапными остановками» потоков капитала и с высокой вероятностью валютных кризисов. При этом не обнаруживалось значимой связи между указанными изменениями и банковскими кризисами, а также между первыми и программами помощи со стороны МВФ. С. Эдвардс приходит к выводу, что резкие изменения в динамике платежного баланса оказывают отрицательный эффект на реальный экономический рост в гораздо большей степени, чем на инвестиции, и масштаб этого воздействия зависит от степени открытости страны (более открытые страны испытывают меньшее воздействие). При этом страны, придерживающиеся режима гибкого валютного курса, способны быстрее адаптироваться к кризисам платежного баланса, чем страны с режимом жесткого валютного курса.

В рамках обсуждения вопроса, существует ли взаимосвязь между динамикой международной торговли и размерами кредитования одних стран другими, американские исследователи – А. Роуз (A. Rose) и М. Шпигель (M. Spiegel) высказали предположение, что страна-кредитор предпочитает предоставлять кредиты тем странам, с которыми она имеет наиболее тесные торговые отношения.

Неожиданностью для многих исследователей явились представленные М. Райтом (M. Wright) соображения о том, вознаграждается ли более высокая степень риска инвестиций более высокой прибылью. Теоретически ответ на этот вопрос должен быть утвердительным, т.е. кредиты странам, которым грозит кризис суверенного долга, приносят более высокую прибыль в долгосрочном аспекте. Однако это не подтверждается эмпирическими данными. В частности, при разбивке всего исследуемого периода 1970–2000 гг. на отдельные циклические фазы обнаруживается следующая картина. В течение 1970–1989 гг. (период частых дефолтов) прибыли от инвестиций были низкими или выражались отрицательными цифрами. Очень высокие прибыли имели место в 1989–1993 гг.; более низкие, но с положительным значением – в 1994–2000 гг. Возможным объяснением феномена низких прибылей в 1980-х годах, по мнению М. Райта, может служить факт полной неожиданности дефолтов в эти годы. Еще одна загадка – высокая доходность облигаций Брэди (обеспеченных казначейством США) в начале 1990-х годов – явление, свидетельствующее в пользу необходимости решения проблемы коллективных действий при реструктуризации суверенного долга.

Специалист в области международной экономики Дж. Фриден (J. Frieden) из Гарвардского университета, анализируя цикличность движения капитала в СФРЭ, выделил два аспекта этой проблемы: национальная специфика экономического роста и влияние мировой экономики. Приток капитала в страну содействует экономической экспансии, которая ассоциируется с повышением реального валютного курса. По мере продвижения к вершине цикла возникают проблемы, связанные с нестабильностью курса национальной валюты и ее диспаритета с курсами валют стран-кредиторов. Неспособность страны решить эти проблемы приводит к валютному и финансовому кризисам. По мнению Дж. Фридена, противостоять такому развитию событий можно путем согласованных действий, препятствующих повышению курса национальной валюты, и путем использования гибкого валютного курса. Тот факт, что оба способа крайне редко применяются в СФРЭ, автор объясняет воздействием различных групп давления на правительства этих стран. Так, некоторые группы потребителей (обычно из средних классов) выступают против девальвации национальной валюты.

Схожей точки зрения придерживается М. Голдстейн (M. Goldstein) из Института международной экономики (Institute for International Economics), который выделяет две основные проблемы, связанные с внезапным прекращением притока капитала и изменениями валютного курса: чрезмерный государственный долг и валютный

диспаритет. В недалеком прошлом экономически оправданным считался государственный долг в размере не более 50-60% от ВВП. Сейчас этот уровень существенно снизился. Валютный диспаритет является одним из наиболее эффективных индикаторов валютного и банковского кризисов. Насущной задачей МВФ, считает М. Голдстейн, является регулярный контроль над валютным диспаритетом и включение требования о его снижении в перечень обязательных условий для получения кредитов.

Специалист МВФ, бывший министр финансов Мексики А. Карстенс (A. Carstens) дал шесть рекомендаций СФРЭ, касающихся того, как избежать макроэкономических последствий резких изменений в движении капитала. По его мнению, СФРЭ должны:

- 1) развивать внутренние источники финансирования экономики, делая упор на основополагающие принципы государственного регулирования – эффективное макроэкономическое управление, разработка законодательной базы, эффективный финансовый контроль, повышение качества человеческого капитала;
- 2) заботиться о сохранении здоровой финансовой системы;
- 3) быть осторожными при использовании дериватов, в частности как инструментов для привлечения в страну капитала;
- 4) придерживаться принципа прозрачности государственных финансов и не использовать информацию в качестве политического инструмента;
- 5) обезопасить себя на случай возможных потрясений на рынке капитала путем создания резервов для обслуживания госдолга;
- 6) содействовать притоку прямых иностранных инвестиций, сопровождающихся инновациями и ростом занятости (несмотря на то, что сами по себе эти инвестиции не могут приостановить бегство из страны капитала в случае кризиса экономики).

#### **Литература:**

1. Novaguimian C. The catalytic effect of IMF lending a critical review // *Financial stability rev.* – L., 2003. – Issue 15, December. – P. 160-169. [[www.bankofengland.co.uk/](http://www.bankofengland.co.uk/)]
2. What drives capital flow cycles? Fourth annual IMF research conference // *IMF Survey.* – Wash., 2003. – Vol. 32. – December 15. – P.365-366.
3. Living with private capital flows. *IMF economic forum* // *Ibid.* – P.367-368.

Автор обзора – Е.Е. Луцкая,  
ИНИОН РАН